

**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI,
İŞLEYİŞLERİ VE TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ**

Barış YENMEZ
(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir-2005

2005

338753

**ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI,
İŞLEYİŞLERİ
VE TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ**

Barış YENMEZ

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
İktisat Anabilim Dalı
Danışman: Yrd.Doç.Dr. Güler GÜNŞOY**

**Eskişehir
Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
Ocak 2005**

YÜKSEK LİSANS TEZ ÖZÜ

ULUSLARARASI KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI, İŞLEYİŞLERİ ve TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

Barış YENMEZ

İktisat(Uluslararası İktisat) Anabilim Dalı

Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ocak 2005

Danışman : Yrd. Doç.Dr. Güler GÜNŞOY

Günümüzde finansal piyasalar, ekonomiler ve ticaret uluslararası düzeyde entegre olmuş durumdadır. Küreselleşme denilen bu olgu, iktisadi faktörlerin hareketliliğini de arttırmıştır. Dinamik gelişmelerin yaşandığı günümüz finans dünyasında uluslararası sermaye hareketleri de çok büyük önem kazanmıştır.

Küreselleşmenin artması, uluslararası sermaye hareketlerini gerçekleştiren oyuncularını da çok sayıda riskle karşı karşıya getirmektedir. Yatırımcılar ve borç verenler, uluslararası düzeyde gerçekleştirmeyi düşündükleri finansal işlemlerinin ne ölçüde riskli olduğunu bilmek isterler. Kredi derecelendirme kuruluşları yada diğer ifadeyle rating kuruluşları, yatırımcıların ve borç verenlerin ihtiyaç duydukları bu bilgiyi sağlarlar. Profesyonel kadrolardan oluşan kredi derecelendirme kuruluşlarının yaptıkları değerlendirme, uluslararası düzeyde yatırım yapma ve borç verme kararlarını ve bunların maliyetlerini önemli ölçüde etkilemektedir.

Birinci bölümde ülkeler açısından, kredi ve risk kavramları ve bu risklerin ortaya çıkma nedenleri incelendikten sonra, ikinci bölümde kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların risk değerlendirme yöntemleri ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

14 yıllık bir rating geçmişine sahip olan Türkiye, üçüncü bölümde ele alınmıştır. Bu çerçevede Türkiye'nin almış olduğu notlar, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından verilmiş olan bu notların gerekçeleri ve ana hatlarıyla Türkiye'nin bu notları almasına neden olan ekonomik durumu dönemsel olarak ele alınmıştır.

GRADUATE EDUCATION THESIS ABSTRACT**INTERNATIONAL RATING AGENCIES, THEIR WORKS AND THE
EVALUATION OF TURKEY****Barış YENMEZ****Department of Economics****Anadolu University Social Science Institute, January 2005****Counsellor : Assistant Prof.Dr.Güler GÜNSOY**

Nowadays, financial markets, economies and trade are integrated in the international level. This phenomenon said globalisation has increased mobility of economic factors. International capital markets have a great important in the current finance world where dynamic improvements carry out.

Because of increasing the globalisation, players who carry out international capital movements meet many risks as well. Investors and lenders want to know that how much financial affairs have risk in international level. Well, credit rating agencies provide this information that investors and lenders need it. The evaluation of credit rating agencies consisting of professional staffs affects significantly decisions of investing and lending in the international level and their costs.

In terms of countries, the concept of credit and risk and reasons of these risks have been studied in the first section. Then, principal rating agencies and their methods of risk evaluation have been studied in detail.

Turkey having rating history of 14 years has been considered in third section. In this frame, Turkey's past rating grades, reasons of these grades given by credit rating agencies and periodically Turkey's past economic conditions have been evaluated.

JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

Barış YENMEZ'in “Uluslararası Kredi Derecelendirme Kuruluşları, İşleyişleri ve Türkiye Değerlendirmesi” başlıklı tezi **03 Mart 2005** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca, **İktisat** Anabilim Dalında, yüksek lisans tezi olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

İmza _____

Üye (Tez Danışmanı) : **Yard.Doç.Dr.Güler GÜNŞOY**
Üye : **Doç.Dr.Leman BİLGİN**
Üye : **Yard.Doç.Dr.Meriç ERTEKİN**

Prof.Dr.Nurlan AYDIN
Anadolu Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü



İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI	v
ÖZGEÇMİŞ	vi
TABLOLAR LİSTESİ	xi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DEĞERLİLİĞİ, RİSK TÜRLERİ ve KREDİBİLİTENİN ÖLÇÜLMESİ

1. KREDİ DEĞERLİLİĞİ KAVRAMI.....	2
2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI.....	3
2.1. Politik Risk.....	5
2.2. Ekonomik Risk(Transfer Riski).....	7
2.3. Sosyal Risk.....	9
2.4. Hükümrancılık Riski.....	10
2.5. Mikroekonomik Risk.....	10
3. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜM RASYOLARI.....	11
3.1. Uzun Dönemli Ekonomik Büyümeye İlişkin Rasyolar.....	11
3.2. Ödemeler Dengesine İlişkin Rasyolar.....	11
3.3. Dış Borca İlişkin Rasyolar.....	12
3.4. Makroekonomik Likidite Oranı(Rasyosu).....	12
3.5. Makroekonomik Finansman Oranı(Rasyosu).....	13

4. ÜLKE RİSKİ ANALİZİNDE COPLIN-O'LEARY POLİTİK RİSK DEĞERLENDİRME SİSTEMİ.....	14
4.1. Politik Risk Değerlendirmesindeki Onsekiz Aylık Risk Faktörleri.....	14
4.2. Politik Risk Değerlendirmesindeki Beş Yıllık Risk Faktörleri.....	16
4.3. Politik Risk Değerlendirmesinin Hesaplanmasındaki Adımlar.....	16
4.3.1. Değerlendirmedeki Birinci Adım.....	17
4.3.2. Değerlendirmedeki İkinci Adım.....	19
4.3.3. Değerlendirmedeki Üçüncü Adım.....	19
4.3.4. Değerlendirmedeki Dördüncü Adım.....	20
4.3.5. Değerlendirmedeki Beşinci Adım.....	20
5. ÜLKE RİSKİ ANALİZİNİN ÖZELLİKLERİ.....	21
6. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN ÜLKELER İÇİN ÖNEMİ.....	24
7. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN KREDİ MALİYETLERİNE ETKİSİ.....	26
8. ÜLKE KREDİ NOTLARINDAKİ FARKLILIKLAR.....	27

İKİNCİ BÖLÜM

RATING KAVRAMI, YÖNTEMLERİ, KURULUŞLARI VE SİSTEMLERİ

1. DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI.....	29
2. KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ.....	30
2.1. Kredi Derecelendirmesinde Borçlu Derecelendirmesi.....	30
2.2. Kredi Derecelendirmesinde Borç Derecelendirmesi.....	32
2.3. Uzun vadeli Derecelendirme Sistemi.....	32
2.4. Kısa Vadeli Derecelendirme Sistemi.....	33

3. KREDİ VEREN KURULUŞLAR VE NOTLANDIRMA	
METODOLOJİLERİ.....	33
3.1. Moody’s Investor Service Rating Agency.....	36
3.2. Standard&Poor’s Rating Agency.....	38
3.3. Fitch IBCA Group Rating Agency.....	40
3.4. Beri Enstitüsü.....	46
3.4.1. Operasyon Risk Endeksi.....	46
3.4.2. Politik Risk Endeksi.....	48
3.4.2.1. Politik Risk Endeksi Hesaplama Sistemindeki	
İlk Adım.....	49
3.4.2.1.1. Politik Riske Neden Olan İç Nedenler.....	49
3.4.2.1.2. Politik Riske Neden Olan Dış Nedenler.....	49
3.4.2.1.3. Politik Riskin Belirtileri.....	49
3.4.2.2. Politik Risk Endeksi Hesaplama Sistemindeki	
İkinci Adım.....	50
3.4.3. Beri Enstitüsü Ratinglerinin Anlamları.....	50
3.4.4. R Faktörü.....	51
3.4.5. Bileşik Skor.....	51
3.5. Uluslararası Ülke Risk Rehberi(International Country Risk Guide-ICRG).....	53
3.5.1. ICRG Politik Risk Değerlendirmesi.....	53
3.5.1.1. Politik Riskin Değerlendirmesi.....	56
3.5.2. ICRG Ekonomik Risk Değerlendirmesi.....	57
3.5.2.1. Ekonomik Riskin Değerlendirilmesi.....	62
3.5.3. ICRG Finansal Risk Değerlendirmesi.....	62
4. KREDİ NOTUNUN BULUNMAYIŞI.....	68

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ VE TÜRKİYE

1. TÜRKİYE'DE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI ve FAALİYETLERİ.....	69
2. TÜRKİYE'NİN KREDİ DERECELENDİRME GEÇMİŞİ.....	73
2.1 1992-1994 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	77
2.2 1994-1995 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	78
2.3 1995-1996 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	82
2.4 1996-1997 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	84
2.5 1997-1998 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	85
2.6 1998-1999 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	86
2.7 1999-2001 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	87
2.8 2001-2002 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	88
2.9 2002-2003 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	90
2.10 2003-2004 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirilmesi.....	92
SONUÇ.....	95
KAYNAKÇA.....	96

TABLOLAR LİSTESİ

<u>Tablo No</u>	<u>Sayfa No</u>
Tablo.1. Coplin-O’leary Ülke Riski Modelinin Standart Çalışma Sayfası	18
Tablo.2. Seçilmiş Bazı Ülkelerin Borçlanma Maliyeti	24
Tablo.3. Dünyada Tanınmış Rating Kuruluşları	35
Tablo.4. Standard&Poor’s, Moody’s ve Fitch’in Not Eşleştirmeleri	45
Tablo.5. Beri Enstitüsü Operasyon Risk Endeksi Kriterleri	47
Tablo.6. Beri Enstitüsü Risk Kılavuzu(LR) Sonuçları.....	52
Tablo.7. Türkiye’deki Rating Kuruluşları	72
Tablo.8. Standard&Poor’s Kredi Derecelendirme Şirketinin Türkiye İçin Vermiş Olduğu Kronolojik Rating Notları	74
Tablo.9. Türkiye’ye Kredi Notu Veren Diğer Kredi Derecelendirme Kuruluşları, Türkiye İçin Verdikleri Notlar ve Anlamları	76
Tablo.10.1994 Yılında Türk Bankalarının Kullandıkları Sendikasyon Kredileri	82

GİRİŞ

Uluslararası yatırımcılar ve borç verenler için, yapacakları işlemlerin ne ölçüde risk unsuru taşıdığını bilme isteği, uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından karşılanmaktadır. Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşları profesyonel kadrolardan oluştuğu için, yatırımcıların ve borç verenlerin yapacağı bireysel araştırmalardan daha sağlıklı sonuçlar elde etmektedirler.

Ülke kredi derecelendirmesi yapmak, herhangi bir kurum ya da kuruluşun derecelendirmesini yapmaktan çok daha zor ve karmaşıktır. Ülkenin kredi notu analiz edilirken yapılan makro yaklaşımlar bir çok değişkeni içine almaktadır. Ülkenin almış olduğu not, söz konusu ülkedeki bütün kurum ve kuruluşları etkilemektedir.

Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının sistematik değerlendirmeler sonucunda açıkladıkları not, aynı zamanda notu açıklanan ülke ya da kurum için iyi veya kötü yönde reklam olmaktadır. Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olumlu not alan ülkeler ve kurumlar, uluslararası piyasalarda daha kolay borçlanabilmekte ve yabancı yatırımcıları ülkelerine daha kolay çekebilmektedirler. Tabi bu durumun tersi de aynen geçerlidir; kredi derecelendirme kuruluşları tarafından olumlu not alamayan ülkeler, söz konusu derecelendirme kuruluşları tarafından almış oldukları notlar açıklandıktan sonra potansiyel yatırımcıların, yatırım kararlarını konsolide etmesinden dolayı daha olumsuz bir tabloyla karşılaşmaktadırlar; olumsuz not, yatırımcıyı kuşkuya düşürür. Kısacası kredi notunun yatırımcıyı aydınlatma mekanizması olduğundan dolayı, ekonomik anlamda kredi notunun hem olumlu hem de olumsuz yönde hızlandıran rolü vardır.

Genel olarak iki kategoriye ayrılan not sistemleri, her bir aralıkta ya da her bir harfte, ilgili ülkenin mevcut ve gelecekteki ekonomik ve politik durumunu ifade eder. Kendi içinde kategorize olmuş olan bu sistematik yaklaşım, farklı değerleri, farklı ifade ile gösterir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KREDİ DEĞERLİLİĞİ, RİSK TÜRLERİ ve KREDİBİLİTENİN ÖLÇÜLMESİ

1. KREDİ DEĞERLİLİĞİ KAVRAMI

Kredi değerliliği, yani kredibilite, fon arz edenlerin (şirket, devlet gibi) ihraç ettikleri borç niteliğindeki menkul kıymetlerin (tahvil, finansman bonosu v.b. gibi) anapara ve faizini vadesinde ve eksiksiz geri ödeme yeterliliğine ne ölçüde sahip olduklarını göstermek amacıyla bağımsız kuruluşlar tarafından yapılan değerlendirme sonucunun kategorik ifadesidir. Başka bir ifade ile fon arz edenlere yönelik olarak ,fon talep edenleri kendi aralarında geri ödeme güçleri açısından sınıflandıran sistemin adıdır.¹

Eski Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Başkanı olan Gazi Erçel'e göre ise kredibilite, basit anlamda verilen sözün tutulmasıdır ve kredibilitenin esasını, zaman içindeki uygulamaların birikimi oluşturmaktadır. Kredibilite ile ilgili en önemli konulardan birisi, ülkelerin kendi kredibilitelerini satın alamayacaklarıdır. Yine, Erçel'e göre, kredibilite satın alınamaz, kiralanır.²

Kredi değerliliğini ölçme işine derecelendirme denilmektedir. Derecelendirme, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayınlamış olduğu 21 Seri VIII, 31 No'lu Tebliğ'de, “ ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının risk durumları ve ödeyebilirliklerinin, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının anapara, faiz ve benzeri yükümlülüklerinin vadelerinde karşılanabilme riskinin, derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir ” şeklinde tanımlanmıştır.³

¹ Ömer Veysel Çalışkan, **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme Kriterleri**(Ankara:Gazi Üniversitesi , İ.İ.B.F.,[2001]), s.2

² Gazi Erçel , **Konuşmalar 2000**(Ankara: TCMB, Ocak 2001), s.31

³Halil Sunal , Ediz Uzman , Rating : **Türkiye'deki Yasal Düzenleme**(www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=255). [2002])

2. ÜLKE RİSKİ KAVRAMI

Risk, kısaca arzu edilmeyen sonuçların meydana gelebilme ihtimalidir. Ülke riski ise, “sınırlar ötesi kredi verme ilişkilerinde kredi açılan ülkede meydana gelebilecek bazı olaylar sonucunda kayba uğrama olasılığı” şeklinde tanımlanmaktadır.⁴Daha açık bir ifade ile ülke riski, “herhangi bir ülkenin çeşitli nedenlerden dolayı dış borçlarını ödeyememesi ya da ödemek istememesi sonucunda ortaya çıkan ve diğer tüm borçlanma ve dış yatırımlarda karşılaşılan genel risklerin dışında kalan bir risk” olarak tanımlanmaktadır.⁵Başka bir tanım da ülke riski, belirli bir ülkenin borçlularının, normal bir borç ilişkisindeki genel risklerin ötesinde, bir ya da birkaç nedenden dolayı dış yükümlülüklerini yerine getirememesi ya da getirmek istememesi ⁶şeklinde ifade edilmiştir. Bu nedenler, önemli sosyo-politik değişiklikler, geniş çapta bir salgın hastalık, deprem, dış ekonomik şoklar gibi önceden tahmin edilemeyen olaylardır. Dolayısıyla, ülke riski değerlendirmesi yapmak, kesin sonuçlar elde edilebilen yani pozitif bir bilim değildir.⁷

Ülke riskini ek bir işlem maliyeti olarak da nitelendirenler vardır. Dominik Egli, ülke riskini, finansal piyasaların globalizasyonunun önündeki ciddi bir engel olarak nitelendirmiştir.⁸

Ülke riski; ülkelerin gelir durumu, uluslararası rezervleri, politik ve ekonomik istikrarları, borç ödeme kapasiteleri gibi uluslararası sermaye akımına etki eden faktörler ile yakından ilgili bir kavramdır ve uluslararası yatırımlara yönelik potansiyel sonuçlar doğurabilecek ekonomik, politik ve sosyal koşullardan kaynaklanan bütün

⁴ Sudi Apak , **Uluslararası Bankacılık-Finansal Sistemler** (3.basım.İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi , 1995), s.56

⁵ Güven Sevil, **Risk Derecelendirmesi ve Arçelik A.Ş.’de Bir Uygulama** (Yayımlanmamış Doktora Tezi , Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü , 1993), s.78

⁶ www.bis.org/publ/bcbasc122.pdf(Mart 2000)

⁷ Aynı

⁸ www.bis.org/publ/confer08n.pdf.(Mart 2000),s.275

riskleri kapsamaktadır.⁹Bundan dolayı, ülke riski ele alınırken, ülke riskini oluşturan faktörlerin tümünün çok iyi analiz edilmesi gerekmektedir.

Risk, genel olarak, Sistemik Risk ve Sistemik Olmayan Risk olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Sistemik Risk grubuna sektör ve firma riski gibi mikroekonomik risk unsurları girmektedir. Sistemik Olmayan Risk grubuna ise, politik istikrarsızlıklar ve makroekonomik dengesizlikler girmektedir.¹⁰

Ülke riski terimi, politik risk ve hükümet riski terimleriyle birlikte, çoğu zaman birbirlerinin yerine, kullanılmaktadır. Bununla birlikte, ülke riski kavramı bu diğer iki kavramı içine alır ve aslında ülke riski bu iki kavramın her birinden daha geniş bir anlama sahiptir. Ülke riski, ülkenin spesifik ekonomik, politik ve sosyal olaylarından dolayı meydana gelebilecek kayıpların olasılığını içerir. Bundan dolayı tüm politik riskler ülke riskidir ancak tüm ülke riskleri politik risk değildir. Hükümet riski, yabancı hükümetlerden ya da hükümet temsilcilerinden olan alacakların kaybedilmesi ihtimalini içerir. Oysa politik risk, doğrudan yatırımların olduğu kadar özel alacakların da kaybedilmesi ihtimalini içerir.¹¹

1960'lı yılların ikinci yarısında az gelişmiş ülkelerin hükümetleri borçlanmak üzere piyasaya çıkmalarından sonra bankalar, hükümetlerin borç servislerini yerine getirmelerinin büyük ölçüde ekonominin bir bütün olarak performansına ve her şeyden önemlisi adı geçen az gelişmiş ekonomilerin döviz geliri elde etme yeteneklerine bağlı olduğunu anladılar. Banka ve finans kurumları “ hükümet riski ” dedikleri yeni tip bir risk faktörü ile karşı karşıya olduklarını anlamışlardı. Kısa sürede, karşı karşıya olunan riskin sadece politik risk olmadığını ve borç verilen ülkenin gerek ekonomik gerekse sosyal faktörlerince etkilendiği ortaya çıktı. Hükümet riski kavramı, bankalar az gelişmiş ülkelerde özel kesime kredi açmaya ve bunu devlet garantisi olmaksızın

⁹ <http://www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazcuma.doc> (24.12.2004)

¹⁰ Çalışkan : ön.ver., s.4.

¹¹ Maurice D.Levi , **International Finance** (Third Edition , New York: McGraw-Hill Book .Co. ,1996) , s.501

yapmaya başladıklarında yetersiz kalmaya başladı. Böylece 1970’li yılların ortalarında bugünkü anlamda ülke riski kavramı ortaya çıkmış oldu.¹²

Ülke riskini oluşturan riskler beş grupta toplanabilir;

2.1 Politik Risk

Politik risk, yatırımların geri dönüşünü etkileyebilen yasa ve tüzüklerde değişiklik meydana gelmesidir.¹³ Bir başka tanımda da, “politik risk; bir ülkedeki politik karar veya olayların, yatırımcıların para kaybetmelerine veya yatırımlardan belediklerinden daha az ölçüde para kazanmalarına neden olacak şekilde ön plana çıkması ve yatırımları etkilemesidir” şeklinde tanımlanmaktadır.¹⁴ Bir ülkenin anayasası ve onun uygulanma şekli arasındaki ilişki politik riskin temel bir ölçümünü verir. Bazı ülkelerde anayasa ve onun yasal olarak uygulanmasına verilen önem yüksektir ve bu durum hükümete kredibilite sağlar.¹⁵ Politik risk analizi, politik olay ve durumların uluslararası iş operasyonları ve kazançları üzerinde bir etki meydana getirme ihtimalini belirlemeye çalışır. Politik riskin iki genel kaynağı şunlardır;¹⁶

- 1- Rejimdeki önemli değişikliklerin ya da politik kaynaklı önemli şiddet derecelerinin değişik kombinasyonlarının oluşturduğu “politik dengesizlik”
- 2- Hükümetlerin mülkiyet, çalışma ve uluslararası iş karlılığını kısıtlayabilen hareketlerinin bütününi içeren “hükümet kısıtlamaları”¹⁷

¹² Apak, ön.ver. , s.60

¹³ M.Coşkun Cangöz, **Company Risk Management Under International Uncertainties**(Ankara:T.C. Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 10, 1997),s.45

¹⁴ <http://www.mu.edu.tr/departments/iibf/eee/113.pdf> (26.12.2004)

¹⁵ John B. Caoutte , Edward I.Altman and Paul Narayanan , **Managing Credit Risk** (USA:1998), s.54

¹⁶ Cangöz , ön.ver. , s.46

¹⁷ Aynı , s.46

Uluslararası portföy yatırım analizlerinde politik risk üç yönlü araştırılmaktadır. Bunlar, ülke riski, hükümlerlik riski ve mikroekonomik risktir. Politik riskin belirlenmesi için öncelikle bu riske etki eden faktörler belirlenmektedir.¹⁸

Politik riskin belirlenmesinde farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemler kalitatif ve kantitatif olmak üzere ikiye ayrılır. Kantitatif yöntemlerden bir tanesi ve en geniş çapta bilineni şu şekilde yapılmaktadır¹⁹;

- 1- Gelecek yıllarda hangi rejimler güçlü olacak? Farklı rejim senaryoları belirlenir ve her bir senaryonun ortaya çıkma ihtimali tahmin edilir.
- 2- Aşağıdakilerle ilgili her bir rejim senaryosunun etkisi ne olacak?
 - **Politik kargaşa** : Genel grevler, halk gösterisi, ayaklanma, terör, gerilla hareketleri ve dış savaşlar şeklinde şiddet olayları
 - **Uluslararası işlerle ilgili kısıtlamalar**: Adalet, bölgesel çalışmalar, vergileme, kamulaştırma ve döviz kontrolleri ile ilgili kısıtlamalar
 - **Uluslararası ticaretle ilgili kısıtlamalar**: Tarife ve tarife dışı engeller, ihracat sübvansiyonları ve ülkeye ihracat yapanların karşılaştıkları ödeme güçlükleri
 - **Ekonomi Politikası**: Mali ve parasal kontroller, iş kanunları ve uluslararası borçlanma uygulamaları

Ayrıca, politik riskin belirlenmesinde kullanılan başka bir yöntem ise “ Delphi Metodu”dur. Bu yöntemde ise, düzenlenmiş anket sonuçlarının değerlendirilmesi yapılarak ülkeler sınıflandırılmaktadır.²⁰

¹⁸ Çalışkan ; ön.ver. ,s.46

¹⁹ Aynı , s.46

²⁰ Çalışkan , ön.ver.,s.4

2.2 Ekonomik Risk (Transfer Riski)

Ülkenin borçlarını ödeme kapasitesine bağlı olarak ortaya çıkan ve ülke riskinin ekonomik unsurunu oluşturan transfer riski, incelenen ülkenin özel borçları da dahil olmak üzere tüm dış borçlarından kaynaklanır.²¹ Yani, borçlu ülkenin ödeme yetersizliği nedeniyle doğacak zarar tehlikesi ekonomik riskin kaynağını oluşturmaktadır. Ekonomik risk unsuru, gelecekteki ödeme ve transfer yeteneğinin belirsizliğinden kaynaklanabilmekte, genellikle döviz yetersizliği şeklinde ortaya çıkmaktadır.²²

Transfer riski çeşitli istatistiki analizler yoluyla belirlenebilmektedir. Bunlardan en çok kullanılanı “ Logit Analizi”dir. Logit analiziyle, ülkenin gelecek dönemdeki herhangi bir yılda ödeme gücüne düşme olasılığı ve erteleme talebi tahmin edilmeye çalışılmaktadır.²³

Bir ülkenin borçlarını ödeme kapasitesi toplam borçların geri ödenmesine olanak tanıyacak döviz kazanmasına ve/veya yeni borçlar alabilmesine bağlıdır. Dolayısıyla, incelenen ülkenin öncelikle ihracat, ithalat, turizm gelirleri gibi döviz kazandırıcı ve kaybettirici işlemlerine bakılması ve döviz kazancını etkileyerek transfer riskinin doğmasına neden olan tüm ekonomik politik faktörlerin tek tek incelenmesi gerekmektedir. Bu faktörler arasında enflasyon, döviz kuru politikası, izlenen ekonomi politikaları, borç olarak alınan yabancı kaynakların kullanım alanları, doğal kaynaklar, gümrük ve tüketim vergileri, dış borçların yönetimi, sermaye hareketleri, dış ticaret limitasyonları, ürün fiyatları, faiz oranları, doğal felaketler, nakliyat ve piyasa koşulları sayılabilir. Dış borç sağlamayı etkileyen faktörler ise yukarıdakilerin yanısıra ülke ekonomisinin hacmi, kişi başına düşen milli gelir, AB gibi ekonomik gruplara üyelik²⁴, dış ticaret ve cari işlemler açıklarının GSMH içerisindeki payı, dış satım ve dış alımın

²¹ Fatoş Tuğay , “Ülke Riski” , **Bankacılar Dergisi** , Yıl:2 , Sayı :5, (1991), s.33

²² Niyazi BERK , “ **Bankacılığın Dışa Açılması ve Dış Kredi İlişkileri**” ,Yapı Kredi A.Ş. , Bankacılık Araştırmaları Dizisi No:4 (1985), s.94

²³ Çalışkan, **ön.ver.**s.6

²⁴ Tuğay , **ön.ver.** , s.33

ülke ve mal bileşimi, IMF kotalarının kullanılma dereceleri, döviz rezervleri ve ülke parasının konvertibilitesi²⁵ gibi konular sayılabilir.

Transfer riski içinde geçen döviz kuru riski, yatırım yapan kişi veya kuruluşun, yabancı para birimleri üzerinden alacaklanması, borçlanması veya herhangi bir kıymete yatırım yapması durumunda üstlenilen risktir. Uluslararası finans yatırımlarında kur riski aşağıdaki şekilde formüle edilebilir.

$$1 + G(1) = (1 + G(s)) (1 + G(X))$$

Burada ;

$G(1)$ = Uluslararası Getiri

$G(s)$ = Menkul kıymetin yabancı ülkedeki getirisi

$G(x)$ = Kur getirisidir.

Gelişen borsalar için döviz kuru ile arasında sıkı bir ilişki bulunan yurtiçi enflasyon oranı, yatırımcılar için kur riskini oluşturan çok önemli bir nedendir.²⁶

Uzun dönemli borç ödeme kapasitesi belirlenmeye çalışılırken, ülkenin borç servis kapasitesi, ülke ekonomisinin yönetimi ve başarı durumu ile diğer temel ekonomik göstergeler dikkate alınmaktadır. Likidite koşulları analiz edilirken ise, ülkenin uluslararası rezervlerinin ithalat da dahil olmak üzere dış borçlarını karşılama kapasitesi incelenmektedir. Bunun için de uluslararası rezervler / ithalat, borç servisi / ihracat oranları ile rezervlerdeki azalmalara, borç servislerinin zamanında yapılıp yapılmadığına, kullanılan IMF ve Dünya Bankası kredilerinin miktarlarına bakılmaktadır. Logit analizi özellikle bankalar tarafından yoğun bir şekilde kullanılmaktadır.²⁷

²⁵ Nevin YÖRÜK , **Ülke Riski ve Türkiye'nin Ülke Risk Derecelerindeki Değişimler** (1.basım.Tokat:GOP Üniversitesi İİBF Yayınları, No:4, 1999), s.7

²⁶ Çalışkan , **ön.ver.**, s.5

²⁷ Aynı, s.6

Transfer riskinin belirlenmesinde kullanılan diğer yöntem ise, “Spread Analizi”dir. Bu yöntemde uluslararası kredi işlemlerinde bankaların faiz üzerine ekledikleri ve riske bağlı olarak değişen spread oranlarına bakılarak, transfer riski belirlenmektedir. Ülkelerin kredi faizleri arasındaki farklar, ülkelerin likidite riskini de etkilemektedir. Ancak, kredi ve sermaye piyasalarının birbiriyle uyum göstermesi, karşılaştırmaya esas olan kredi vadelerinin eşit olması gibi unsurlarda değerlendirmeye alınmaktadır. Bu nedenle politik riskin belirlenmesinde spread analizlerinin başarısı sınırlı kalmaktadır.²⁸ Ülkelerin bütün riskleri ayrı ayrı belirlenip almış oldukları risk değerlerine göre sıralamaya tabi tutulduktan sonra tüm risk değerleri biraraya getirilerek ülke riskine ulaşılmaktadır.

2.3 Sosyal Risk

İç savaş, kargaşalık, aşiret çatışması, düzensiz gelir dağılımı, dinsel bölünme, sosyal sınıflar arası çatışmalar vs.²⁹ gibi unsurlar sosyal riski oluşturmaktadır. Sosyal faktörler, ülkenin politik ve ekonomik yapısını etkileyen bir niteliğe sahiptirler. Bu nedenle uluslararası bankacılar, ülke riski analizlerinde borçlu ülkelerin, nüfus yoğunluğu, eğitim düzeyi, gelir dağılımı, işgücü, sendikalar ve dini etnik gruplaşmalar vb. gibi nitelikleri gerçekçi bir şekilde değerlendirme durumundadırlar. Doğaldır ki gelir grupları arasındaki farklılığın az olduğu, dini ve etnik kutuplaşmaların önemli sayılamayacağı, örgütlü ve nitelikli işgücüne, dengeli nüfus artış ve dağılımına ve de yüksek eğitim düzeyine sahip ülkelerin riski daha az olacaktır. Uzunca bir süredir borç krizi içerisindeki pek çok gelişmekte olan ülkenin, bu tür sağlıklı bir sosyal yapıya sahip bulunmadığı ise bilinen bir gerçektir.³⁰

²⁸ Aynı, s.6

²⁹ M.İlker Parasız ve Kemal Yıldırım , **Uluslararası Finansman**(Birinci basım, İstanbul:Ezgi Kitapevi, 1994), s.297

³⁰ Yörük , **ön.ver.** , s.6

2.4 Hükümranlılık Riski

Tanım olarak ülke riskinden daha geniştir ve hükümetin milli politikasında ya da devletin yapısındaki bir değişme nedeniyle ülkenin borçlarını geri ödememe olasılığını içermektedir. Özellikle Afrika ülkeleri için hükümranlılık riski oldukça yüksek düzeylerde oluşmaktadır. Borç anapara ve faizlerinin geri ödenmesindeki aksama riski (default risk) adı altında belirtilen risk kategorisinde ise, söz konusu durum devlet garantisi olmayan özel kesim borçları açısından ele alınmaktadır. Aksama riski ve hükümranlılık riski, sırasıyla, biri devlet diğeri de özel kesimden oluşan borçluların hukuki varlığının değişmesi ya da tümüyle ortadan kalkması olasılığını gözönüne almaktadır.³¹

2.5 Mikroekonomik Risk

Politik riskin araştırılmasındaki diğeri yön mikro yaklaşımdır. Bu yaklaşıma göre ülke politik riskinin her bir firmayı aynı derecede etkilemeyeceği varsayılmaktadır. Bundan dolayı da her bir firma için sektörü de dikkate alarak politik riskin firma bazında yansımalarının hesaplanması yapılmaktadır. Bu bağlamda yatırımcı, gelişen piyasaya yatırım yapacağı zaman ilk aşamada ülke ayırımı, daha sonra yatırım yapılacak olan borsadan hisse seçimi ve seçilen hisseye yönelik şirket analizi yapacaktır. Bundan başka, bir ülkedeki çokuluslu firmaların reel ekonomiye katkılarındaki artış, ülke riskini azaltıcı gelişmelerden sayılmaktadır.³²

³¹ Çalışkan ,ön.ver. , s.8

³² Aynı, s.8

3. ÜLKE RİSKİ ÖLÇÜM RASYOLARI

Çeşitli rasyoların hesaplanması ülke riski analizlerini en çok kolaylaştıran analitik araçlardan birisidir. Bu amaçla kullanılan en önemli rasyolar aşağıdaki şekilde gruplandırılabilir.³³

3.1 Uzun Dönemli Ekonomik Büyümeye İlişkin Rasyolar

- a- Gayrisafi milli sabit yatırımlar / GSMH
- b- Belli bir dönem için gayrisafi milli sabit yatırımlar / gelecek dönem GSMH artışı
- c- Net Sermaye İthalatı / Gayrisafi Milli Sabit Yatırımlar
- d- Devlet bütçesi açığı / GSMH
- e- M2'nin yıllık artış oranı

3.2 Ödemeler Dengesine İlişkin Rasyolar

- a- İthalattaki % artış / GSMH'daki % artış
- b- Ülke mallarına olan talebin gelir elastikiyeti
- c- Satın alma gücü paritesi bazında kurların % olarak aşırı değerlendirilme düzeyi
- d- Mal ve Servis İthalatı / GSMH
- e- Birincil tüketim maddesi olmayan mal ithalatı / GSMH
- f- Ana müşterileri teşkil eden ülkelere yapılan ihracat / Toplam mal ihracatı
- g- Dış rezervler / Yıllık ithalat

³³ Apak, ön.ver., s.63

3.3 Dış Borca İlişkin Rasyolar

Borç ödeme gücünün hesaplanmasında önemli olan rasyolardan bir kısmı şöyle sıralanabilir.³⁴

- a- Ödenmiş olan net dış borç / GSMH
- b- Ödenmiş olan net dış borç / İhracat
- c- Uzun dönem net sermaye transferi / Gayri safi milli yatırım
- d- Ticari bankalara olan dış borçlar / Toplam dış borç
- e- Kısa vadeli dış borç / Toplam ihracat
- f- Dış borç faiz ödemeleri / Toplam ihracat
- g- Makroekonomik finansman rasyosu
- h- Döviz rezervleri ve alacakları / Toplam dış ödeme

3.4 Makroekonomik Likidite Oranı(Rasyosu)

Makroekonomik Likidite Oranı (Rasyosu), bir ülkenin dış ödemelerde kullanabileceği kısa süreli kaynaklarla anapara ve faiz ödemesinden (borç servisi) oluşan dış borç yükümlülüğünü karşılamaktadır.³⁵

Oranın payında ;

- Brüt resmi döviz rezervi
- Uluslararası bankacılık sisteminden kullanılacak krediler
- Cari işlemler açığı veya fazlası

Paydasında ise ;

- İlgili yılda ödenecek dış borç ana para ve faiz ödemeleri gösterilmektedir.

3.5 Makroekonomik Finansman Oranı (Rasyosu)

³⁴ Aynı,s.63

³⁵ Yörük , ön.ver., s.20

Makroekonomik Finansman Oranı'nın Makroekonomik Likidite Oranı'ndan farkı : Dış ödemelerde kullanılacak olanakların ve kaynakların oranın payında ; buna karşılık tüm finansman gereksinmesinin oranın paydasında yer almasıdır.

³⁶Dolayısıyla makroekonomik finansman oranının payında ;

- Yılbaşındaki mevcut brüt resmi döviz rezervi
- Yılbaşındaki bankacılık sisteminin net döviz varlığı
- Yılbaşı itibariyle uluslararası bankacılık sisteminden sağlanmış fakat henüz kullanılmamış krediler veya kullanılacak kredi bakiyeleri
- Dışsatım
- Görünmeyen gelirler (dışarıya satılan hizmetlerin gelirleri ; işçi dövizleri dış turizm, dış navlun, dış müteahhitlik hizmetleri v.b.) yer almaktadır.

Paydasında ise ,

- İlgili dönemde ödenecek dış borç anapara taksitleri
- Dış borç faiz ödemeleri
- Dış alım
- Dış borç faizi dışındaki diğer görünmeyen hizmet giderleri yer almaktadır.

Makroekonomik finansman oranının 1'den büyük olması, ülkenin mevcut döviz varlığı + dış satım gelirleri + kısa sürede kullanabileceği dış kredilerin toplamının ; tüm dış alım ve mal ve hizmet giderleri ile dış borç ana para faizlerini kapsayabileceğini gösterir. Ancak oranın 1'den küçük olması, her zaman için, ilgili ülkenin dış borç yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğini göstermez. MEFR bir ülkenin yıl içinde yeni olarak sağlayabileceği kredileri dikkate almamaktadır. Bu oranı 1'den küçük olarak hesaplanan bir ülke yeni dış krediler bularak dış borç yükümlülüklerini yerine getirebilir.³⁷

³⁶ Aynı, s.20

³⁷ Aynı , s.20

4. **ÜLKE RİSKİ ANALİZİNDE COPLIN – O’LEARY POLİTİK RİSK DEĞERLENDİRME SİSTEMİ**

Politik riskin ölçülmesinde, Coplin – O’Leary Ülke Riski Sistemi olarak bilinen sistem de kullanılmaktadır. Dünya çapında, orjinal bir sistem olarak kabul edilen sistem 1979 yılından beri kullanılmaktadır. Bu bağımsız risk değerlendirme sistemi Syracuse Üniversitesinde Profesör William D.Coplin ve Micheal K.O’Leary tarafından geliştirilmiştir.

Coplin – O’Leary Sistemini kullanan derecelendirme kuruluşlarından birisi de PRS Group’tur. PRS (Political Risk Services) Group, Coplin – O’Leary Sistemini kullanarak her bir ülke için gelecekte olması muhtemel üç rejim senaryosu belirler, daha sonra yatırımcılar için iki aşamalı bir risk tahmininde bulunur. Bu iki aşama, 18 aylık ve 5 yıllık zaman dilimi içerisinde ,üç rejim senaryosunun her birinin ayrı ayrı değerlendirilmesidir. Daha sonra PRS’nin uzmanları her bir rejim senaryosu için, politik karmaşa seviyesindeki olası değişimleri ve hükümetin iş ortamını etkileyen 11 müdahale şeklini belirlerler. Daha sonra PRS sistemi, tüm rejimler için belirlenen rakamları büyük harfli rating derecelerine çevirir.³⁸

PRS’nin 18 aylık ve 5 yıllık dönem değerlendirmelerinin analiz şekli ve kriterleri şöyledir:³⁹

4.1 **Politik Risk Değerlendirmesindeki Onsekiz Aylık Risk Faktörleri**

Onsekiz aylık tahmin perspektifinde 12 faktör analiz edilmektedir.

1–Kaos : Politik gruplar, yabancı hükümetler ya da ülke içinden kaynaklanan destekle, insanların yaşamlarını tehdit eden veya zarara sokabilen hareketlerdir. Yıkıcı sokak gösterileri, politik olarak desteklenmiş grevler, iş hayatını etkileyebilecek seviyedeki diğer ülkelerle olan anlaşmazlıklar, terörizm ve gerilla hareketleri, sivil ya da

³⁸ www.countrydata.com/ratings/scctoralriskscores.pdf (28 Mart 2004)

³⁹ [www.prsonline.com/researchstudies/countryrisk&08-211\(14](http://www.prsonline.com/researchstudies/countryrisk&08-211(14) Şubat 2004)

uluslararası savaş, uluslararası iş dünyası çalışanlarını da etkileyebilen sokak cinayetleri bir ülkedeki politik kargaşanın göstergeleridir. Ancak şiddete yol açmayan, çalışma odaklı grevler bunlara dahil değildir.

2-Eşitlik Sınırlamaları : Yabancı sermayeli işlere getirilen kısıtlamalar.

3-Çalışma Sınırlamaları : Yabancı personelin çalışma aktivitelerinin kısıtlanması. Örneğin, yabancı birinin yönetici olamaması gibi.

4-Vergilendirme Farklılıkları : Taraf tutan veya uluslararası iş yatırımlarının aleyhinde davranan formal veya informal vergi politikaları

5-Geri Dönme Kısıtlamaları : Kârların, kâr paylarının ve yatırım sermayesinin ülkeye geri dönmesiyle ilgili formal ya da informal kurallar.

6-Döviz Kontrolü : Firmanın yerli para biriminin dövize çevrilmesindeki güçlükler, resmi politikalar, resmi olmayan uygulamalar.

7-Tarife Engelleri : İhracat ve ithalattaki tarife engelleri.

8-Diğer İthalat Engelleri : Formal veya informal kotalar izinli girişler ve diğer kısıtlamalar.

9-Ödeme Gecikmeleri : Hükümet politikaları, yurtiçi ekonomik şartlar ve uluslararası finansal koşullarla temellenen, hükümetlerin ve özel ithalatçıların, dış finansörlerine ödeme yapmalarındaki dakiklik.

10-İş Politikaları : İşletmeler için yüksek ya da düşük maliyetlere neden olan hükümet politikaları, sendika faaliyetleri ve iş gücünün verimliliği.

11-Dış Borç : Ekonominin büyüklüğüne göre dış borç seviyesi ve ülkenin kamu ve özel kurumlarının zamanında borç ödeyebilme yükümlülükleri.

15 – **Mali ve Parasal Gelişme** : Hükümetin, vergilendirme, faiz oranı ve diğer parasal politikalarının etkisinin değerlendirilmesi.

4.2 **Politik Risk Değerlendirmesindeki Beş Yıllık Risk Faktörleri**

Beş yıllık risk faktörlerinde, 4 tane ek faktör analiz edilmektedir.⁴⁰ Kargaşa bu katagoride de bir faktördür.

1 – Yatırım Kısıtlamaları : Mevcut durum ve ileride yatırım kısıtlamaları ile ilgili olan kısıtlamalar.

2 – Ticaret Kısıtlamaları : Mevcut durum ve dış ticarete girişle ilgili olası kısıtlamalar.

3 – Yurtiçi Ekonomik Problemler : Ülkenin son beş yıllık performansına göre değerlendirilmesi ; GSYH, ekonomik büyüme, enflasyon, işsizlik, sermaye yatırımı ve bütçe dengesi.

4 – Uluslararası Ekonomik Problemler : Ülkenin son beş yıllık performansına göre değerlendirmeler ; borç servis oranı ve dövizin değerindeki yıllık yüzde değişme.

Coplin – O’Leary Sistemi çerçevesinde, ilk olarak tüm bu risk faktörlerinin her birisi için şu andaki mevcut durumun bir değerlendirmesi yapılır ve daha sonra olması en çok muhtemel olan üç rejim senaryosunun her birisi için ülkenin risk seviyesindeki değişiklikler tahmin edilir.

4.3 **Politik Risk Değerlendirmesinin Hesaplanmasındaki Adımlar**

Coplin-O’Leary Sistemi’nin değerlendirilmesi beş adımda gerçekleştirilmektedir. Değerlendirme kapsamında yapılan hesaplamalarda onyedi

⁴⁰ Aynı

değişken ele alınır ve herbirinin hesaplanması sonucunda elde edilen veriler, ülke uzmanlarının değerlendirmesi neticesinde Tablo 1⁴¹ üzerine yerleştirilir.

18 aylık tahminde, transfer riski için 6,9,10 ve 12 numaralı değişkenler ; yatırım riski için 1,2,3,4,5,6 ve 11 numaralı değişkenler ; ihracat riski için 1,6,7,8,9 ve 12 numaralı değişkenler kullanılmaktadır.

5 yıllık tahminde ise, transfer riski için 13 ve 17 numaralı değişkenler ; yatırım riski için 13, 14 ve 16 numaralı değişkenler ve ihracat riski için ise 13,15,16 ve 17 numaralı değişkenler kullanılmaktadır.

4.3.1 Değerlendirmedeki Birinci Adım

Tablo 1'deki ilk sütuna (C.L) şu andaki ve beş yıllık dönemin başlangıcındaki kısıtlama seviyeleri yazılır.

Bu kısıtlamaların seviyeleri ve karşılığında olan değerler şöyledir;

Düşük	0
Orta	1
Yüksek	2
Çok Yüksek	3

⁴¹ Aynı

Table 1 . Coplin - O'leary Ülke Riski Modelinin Standart Çalışma Sayfaları

Ülke	Tarih.....						
8 AY	C.L.	REG1	REG2	REG3	TRANS	YATIRIM	İHRACAT
		()	()	()			
1.) Kaos	.....	.....	.....	.....		.....	.....
2.) Eşitlik	.....	.....	.....	.....		.....
3.) Bölgesel	.....	.....	.....	.....		.....
4.) Vergi	.....	.....	.....	.....		.....
5.) Sermaye Dönüşü	.....	.....	.....	.....		.....
6.) Döviz	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
7.) Tarifeler	.....	.....	.....	.....			.....
8.) Diğer Kısıtlar	.....	.....	.....	.....			.....
9.) Ödeme	.....	.....	.....	.....	.....		.....
10.) Genişleme	.....	.....	.....	.....	.....
11.) Çalışma	.....	.....	.....	.....		.....
12.) Borç	.....	.....	.....	.....	.....	.....
		TOPLAM.....				.....	.....
		ORTALAMA (/4).....() (/7).....() (/6).....()					
		Önceki()				Önceki()	Önceki()
YIL	BAŞLAMA	REG1	REG2	REG3			
		()	()	()			
13.) Kargaşa	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
14.) Yatırım	.....	.....	.....	.....		.....
15.) Ticaret	.....	.....	.....	.....			.....
16.) Yurtiçi	.....	.....	.....	.....		.....	.....
17.) Yatırım	.....	.....	.....	.....	.....		.....
		TOPLAM.....				.....	.....
		ORTALAMA (/3).....() (/4).....() (/5).....()					
		Önceki()				Önceki()	Önceki()

Kaynak: www.prsonline.com/ratings/models/coplin-o'leary

4.3.2 Değerlendirmedeki İkinci Adım

16. değişken olan yurtiçi ekonomik problemler, Ekonomik Performans Profili (EPP) içinde olan altı yurtiçi ekonomik endikatörü için ortalama ülke derecesini temsil eder; 17. değişken olan uluslararası ekonomik problemler EPP içindeki üç adet uluslararası ekonomik endikatör için ortalama ülke derecesini temsil eder. Daha sonra bu dereceler, aşağıdaki şekilde sayılara çevrilir ve tablo üzerine eklenmesi için ortalaması alınır.⁴²

En iyi %25 = 0

İkinci %25 = 1

Üçüncü %25 = 2

En kötü %25 = 3

4.3.3 Değerlendirmedeki Üçüncü Adım

Tablodaki ikinci, üçüncü ve dördüncü sütunların (Rejim 1,2,3) doldurulması ise 17 değişkenin hepsi için iki sayının çarpılması ile bulunan sonuçların tabloya eklenmesi ile olur. Her bir rejim için tahminler bulunur ve daha sonra aşağıdaki şekilde değerlendirilir⁴³;

<u>Tahmin Seviyeleri</u>	<u>Değeri</u>
Daha Az	= -1.0
Biraz Daha Az	= -0.5
Aynı	= 0.0
Biraz Daha Fazla	= +0.5
Daha Fazla	= +1.0
Çok Daha Fazla	= +2.0

⁴² Aynı

⁴³ Aynı

Daha sonra bir tahmini temsil eden her bir sayı, uygun rejim senaryosu olasılığı ile çarpılır. (Tablodaki uygun kolonun başında)

4.3.4 Değerlendirmedeki Dördüncü Adım

Her bir risk faktörü için şimdiki ve gelecekteki seviyeyi temsil eden sayı, üçüncü adımda elde edilen üç sayıya eklenir. Bu toplam, şimdiki ve gelecekteki risk seviyesini ve olması en çok muhtemel üç rejim senaryosunun her birisi için beklenen değişikliği içerir.⁴⁴

4.3.5 Değerlendirmedeki Beşinci Adım

Her bir risk kategorisi için dördüncü adımdan elde edilen uygun toplam alınır ve değişkenin uygulandığı yere girilir, daha sonra transfer, yatırım ve ihracat sayılarının sekiz aylık ve beş yıllık risk ratinglerini meydana getirmek için elde edilen sayının ortalaması alınır (Ortalama onsekiz aylık skor, beş yıllık skorun bir bileşenidir). Sayısal olarak ifade edilen bu skorlar, aşağıdaki tabloya göre, finansal transfer, yatırım ve ihracat pazarları için alfabetik rating derecelerine dönüştürülür.⁴⁵

<	-	0.25 = A+
0.26	-	0.50 = A
0.51	-	0.75 = A-
0.76	-	1.00 = B+
1.01	-	1.25 = B
1.26	-	1.50 = B-
1.51	-	1.75 = C+
1.76	-	2.00 = C
2.01	-	2.25 = C-
2.26	-	2.50 = D+
2.51	-	2.75 = D
>	-	2.75 = D-

⁴⁴ Aynı

⁴⁵ Aynı

Dönüştürme işleminden sonra, her bir ülkenin derecesi harf olarak rapor edilir. Bir önceki dönemin notunu görmek için de tabloda boşluk bırakılır. Böylece eğer, ülkenin notunda bir değişiklik varsa, bu değişikliğin hangi yönde olduğu izlenebilir.

5. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN KREDİ MALİYETLERİNE ETKİSİ

Kredi maliyetini oluşturan ve etkileyen başlıca unsurlar; kredinin alındığı organizasyon, para birimi, vadesi, bankalar arası faiz oranı ve ek faiz oranıdır.⁴⁶

Kredi maliyetinin hesaplanmasındaki ilk aşama, kredinin bankalar arasındaki faiz oranının belirlenmesidir. Açılacak kredinin kaynağı, Euro piyasalarda toplanmış olan Euro paralarıdır. Bu paraların da önemli bir bölümü bankalar arası mevduat şeklindedir. Euro parayı toplayan bankalar, bunları özellikle birinci sınıf bankalarda, belli vadelerde ve belirli bir faiz oranı ile açtıracakları mevduat hesabında ödünç olarak tutarlar. Bu faiz oranı, LIBOR'dur ya da LIBOR'a yakın bir değerdir.

LIBOR kadar faiz ödeyerek topladıkları mevduatı kredi olarak sunan bankalar, aynı zamanda belirli bir risk üstlenirler. Bu riskin bir bedeli vardır. Bu bedel bir ek faizdir. Bu faize "Spread" denir. Bu faiz, piyasa şartlarına ve borçlunun kredi değerliliğine göre artar veya azalır. Risk faktörü yüksek olan ülkelerden daha yüksek oranda ek faiz talep edilir. Bu özelliğinden dolayı spread'e "ülke riski" de denir. Uygulamada spread genellikle %1'in biraz altında veya üstünde oluşur.

Müşterilerine kredi vererek ticari hizmet sunan bankalar, onlardan bu hizmetle ilgili çeşitli giderleri karşılık göstererek "komisyon" olarak adlandırılan bedeller talep ederler. Borçlunun kredi kullanabilmek için ödemek zorunda olduğu komisyonlar 3 tanedir;⁴⁷

I) Yönetim Komisyonu

⁴⁶ Rıdvan Karluk , *Uluslararası Ekonomi* (4.baskı , İstanbul: Beta Yayıncılık ,1996),s.547-548

⁴⁷ Aynı , s.548

- II) Taahhüt Komisyonu
- III) Katılım Komisyonu

Yönetim komisyonu, alınan kredinin belirli bir yüzdesi olarak yönetici bankaya ödenir.

Taahhüt komisyonu, kredinin belirli dilimlerle verilmesi durumunda kullanılmayan tutar üzerinde alınır.

Katılım komisyonu, borçlu tarafından, krediye katılan bankalara ödenir.

Bir ülkenin kredi maliyeti şöyle özetlenebilir;

LIBOR (SIBOR, FIBOR, KIBOR)+Spread+Yönetim Komisyonu+Taahhüt Komisyonu+Katılım Komisyonu)

Kredinin vadesi de dolaylı olarak kredi maliyetini etkiler. Genellikle orta ve uzun vadeli kredilerde her altı ayda bir kredi anlaşması yenilenir ve yeni faiz oranları belirlenir.

Kredinin para cinsi, kredinin maliyetini etkileyen başka bir unsurdur. Hangi para birimi cinsinden para alınmışsa, o para birimi cinsinden ödeme yapılacak olması sebebiyle ilgili para biriminin zaman içinde başka para birimlerine karşı değer kazanması ya da kaybetmesi borcun maliyetinin artmasına ya da azalmasına yol açabilir.

Kredi organizasyonunun da kredi maliyeti üzerinde etkisi vardır. Belli başlı bankalar ve konsorsiyum bankalarıyla işlem yapmak, kredi maliyetlerinin daha düşük olmasına yardımcı olur.⁴⁸

Borçlanmada ödenen faiz, temelde iki şekildedir.

⁴⁸ Aynı, s.548

- I) Sabit Faizli Borçlanma
- II) Değişken Faizli Borçlanma

Sabit Faizli Borçlanma Maliyeti

Değişken Faizli Borçlanma Maliyeti

A Ülkesi	% 10
B Ülkesi	% 12

LIBOR + %0.5
LIBOR + %1.5

A ülkesinin, B ülkesine göre, Sabit Faizli Borçlanma Maliyeti % 2 düşüktür. Aynı şekilde A ülkesinin, B ülkesine göre Değişken Faizli Borçlanma Maliyeti de % 1 oranında daha azdır. Bu örnekte, ilk bakışta, A ülkesinin kredi notunun B ülkesine göre daha iyi durumda olduğu söylenebilir.

Kredi notunun bir derece değişmesinin ülkelerin borçlanma maliyetlerinde meydana getirdiği değişikliği tam olarak tespit etmek esasen güçtür. Nitekim bu, kredi notunun hangi seviyede değiştiği, kredi notunu veren kuruluşun, kreditorler nazarındaki itibarı⁴⁹, kreditorlerin borçlu ülkeye olan bakış açıları gibi unsurlardan etkilenmektedir.

Ancak çok ortalama bir rakam vermek gerekirse, 100 milyon dolar için, kredi notunun bir derece düşürülmesi, borcun maliyetini 200 ile 500 bin dolar arasında arttırmaktadır.⁵⁰

Faiz oranlarındaki küçük değişmeler, ülkeler için oldukça önemlidir. Nitekim ülkeler çok yüksek rakamlarda borçlandıkları veya borç verdikleri için faiz oranlarındaki meydana gelecek %1 ya da 2 civarında bir değişim, dış borç servislerinde yaklaşık olarak 300 – 600 milyon dolarlık bir değişmeye yol açar.⁵¹ Bu çok önemli bir rakamdır.

⁴⁹ Saruhan Hatipoğlu , **Director of BERI Institution**

⁵⁰ Karluk , **ön.ver.**, s.391

⁵¹ Harun Bal, **Uluslararası Finansman** (İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği ,Yayın No:222,2001).s.282

Örneğin, 1996 yılında, Romanya'dan daha düşük bir kredi notuna sahip olan Türkiye, Tablo 2'de görüldüğü üzere Romanya'dan daha ucuza borçlanabilmiştir. Aynı şekilde Romanya ile aynı kredi notuna sahip olan Kazakistan, Romanya'dan daha pahalıya borçlanmıştır.

Tablo 2. Seçilmiş Bazı Ülkelerin Borçlanma Maliyeti (1996)

Ülkeler	Vade/ Para Birimi	Faiz(*)	Moody's S&P
Meksika	6 yıl / Yen	\$+Libor+%3,10	Ba2 / BB
	5 yıl / ABD \$	\$+Libor+%4,20	
Arjantin	5 yıl / ABD \$	\$+Libor+%3,85	B1 / BB-
	3 yıl / ABD \$	\$+Libor+%2,70	
Rusya	5 yıl / ABD \$	\$+Libor+%3,20	Ba2 / BB-
Romanya	3 yıl / ABD \$	\$+Libor+%2,85	Ba3 / BB-
Kazakistan	3 yıl / ABD \$	\$+Libor+%3,40	Ba3 / BB-
Türkiye	6 yıl / Yen	\$+Libor+%2,90	Ba3 / B
	5 yıl / Mark	\$+Libor+%2,59	
	3 yıl / ABD \$	\$+Libor+%1,84	

Kaynak:Rıdvan Karluk, Türkiye Ekonomisi, 1997,s.391

(*) İhraç tarihindeki yatırımcıya getiri oranıdır.Söz konusu oranlar, Amerika Hazine Tahvili (SUST) ve Japon Hükümet Tahvili (JGB) cinsinden olan “ spread ”lerin \$ Libor ifadesidir.

6. KREDİ DERECELENDİRMESİNİN ÜLKELER İÇİN ÖNEMİ

Kredi rating derecesi, son yirmi yıldan uzun bir süredir, ülkelerin uluslararası piyasalardan boçlanmasında, borçlanılan kredi hacminin ve LIBOR üstü faiz oranının (risk primi) belirlenmesinde kritik bir rol oynamaktadır. Kredi ratingleri sadece bir ülkenin uygun bir maliyette borç bulabilmesini değil aynı zamanda, diğer sermaye tiplerinin ülkeye çekilebilmesine de etki eder.

Borçlanmanın maliyeti ülkelerin ekonomik yapılarına göre değişmektedir. Ekonomik istikrarsızlık nedeniyle borç sarmalına kapılan ülkelere açılan kredilerin maliyeti çoğu zaman sözleşmenin satıraralarına ya da yapılan ek sözleşmelere göre hesaplanmaktadır. Görünürde makul faiz hadleri ile yapılmış olan borçlanmalar, zaman içinde verilmiş olan taahhütlerin yerine getirilmemesi ile veyahut diğer nedenlerden dolayı değişmektedir. Bu durumdaki ülkeler, beklemedikleri ve önceden hesaplamadıkları borçlanma maliyetlerini üstlenmek zorunda kalmaktadırlar. Bu yüzden dolayı genellikle, borçlanma maliyetleri gizlenmekte ve kamuoyuna açıklanmamaktadır.⁵²

Türkiye’de de uzun bir zaman boyunca özellikle yurtdışı borçlanmaların maliyeti açık olarak belirlenmemiştir.⁵³ 2003 yılından itibaren, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı tarafından, yapılan borçlanmalar, vadeleri ve faiz oranları kamuoyuna duyurulmaya başlanmıştır.⁵⁴ Dış borçlanma maliyetlerini karşılayacak olanların vergi yükümlüleri olduğu düşünüldüğünde, dış borçlanmanın da maliyetlerini bilmek her vatandaşın anayasal hakkıdır.⁵⁵

Kredi ratingleri düşen ülkeler, potansiyel kreditorlerin endişelerine hitap eden politikaları uygulamak suretiyle kredibilitelerini yeniden inşa etmeye ihtiyaç duyarlar.⁵⁶ Aksi takdirde bu ülkelerin borç bulabilmelerinin ve ülkelerine yabancı sermaye çekebilmelerinin maliyetleri sürekli olarak artmaya devam edecektir. Ekonomik krize giren ülkeler, krizden kurtulmak için gerekli olan sıkı para ve maliye politikaları uygulamasında gecikirlerse, ya da bu politikaların uygulamasını gerektiği hassaslıkta yapmazlarsa, ileride sadece yüksek maliyetli borç bulabilmekle kalmayıp aynı zamanda borç veren kuruluşlara, ülkelerindeki sosyal ve ekonomik politikalara yön verme hakkı

⁵² Veysi Seviğ, “İç ve Dış Borç Değişimi”, *Dünya Gazetesi* (29 Temmuz 2003)

⁵³ Aynı

⁵⁴ www.hazine.gov.tr/disborcservisi/dbservisi.htm. (16 Nisan 2004)

⁵⁵ Seviğ , *ön. ver.* (29 Temmuz 2003)

⁵⁶ www.worldbank.org/fandd/english/0397/articles/020397.htm(9 Ağustos 2004)

tanımak zorunda kalırlar. Günümüzde Türkiye de dahil olmak üzere birçok ülke bu durumu yaşamaktadır.

7. ÜLKE RİSKİ ANALİZİNİN ÖZELLİKLERİ

Risk ölçümü bireysel bazda her ülkenin temsil ettiği risk derecesinin bir sayı ile ifadesi anlamına gelir. Kimi büyük banka ülkeleri risk derecesini üç ile beş büyük grup içinde sınıflandırmayı denerler. Bu yöntemi kullananlar, grup içi bölümlene yapmazlar. Başka bankaların kullandığı farklı bir sınıflama 0-100 arasında puan verilmesi esasına dayalı bir sistem olup daha yüksek bir hassasiyete sahiptir.⁵⁷

Yukarıda belirtilen rasyoların en önemlilerinden biri Borç Servisi Rasyosudur. Bu oran, gelecek bir dönem için bir yıldan uzun vadeli faiz ve anaparanın, mal ve hizmet ihracatlarından elde edilen gelir + tek taraflı transferlere olan oranı olarak tespit edilir. Bu oranın %10'dan az olması çok sağlıklı olarak düşünülür. Oranın %30'dan fazla olması borcun vade yapısına, kredi pazarlarına ulaşma derecesine ve ülkenin diğer spesifik faktörlerine bağlı olarak potansiyel sorunlar meydana getirir.⁵⁸

Ekonominin büyüklüğüne göre borç yükünün değerlendirilmesinde geniş olarak kullanılan başka bir oran bir yıllık kısa dönemli borçlar hariç olarak özel dış borç ve kamu borcu oranıdır. Bu oranın %30'un altında olması genellikle kabul edilebilir oysa %50'den daha büyük bir değere sahip olması yüksek bir oran olarak değerlendirilir. Ekonominin o anki durumundan ziyade genel gidiş eğilimine bakılarak değerlendirilmesi ve aynı zamanda diğer ülkelerle karşılaştırma yapılması söz konusu oranların yararlılığını arttırmaktadır.⁵⁹

⁵⁷ Parasız , ön.ver. , s.301

⁵⁸ Caoette , ön.ver. , s.340

⁵⁹ Aynı , s.341

Risk ölçümü vade açısından da ele alınmalıdır ; keza risk, kısa vadede düşükken orta veya uzun vadede farklı bir değerde olabilir.⁶⁰

8. ÜLKE KREDİ NOTLARINDAKİ FARKLILIKLAR

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılan değerlendirmeler, tamamen objektif değildir . Yani değerlendirme yöntemleri her bir kuruluşta homojen değildir. Aslında böyle de olması gerekir . Eğer standart bir değerlendirme yöntemi olmuş olsaydı, bu kadar çok kredi derecelendirme kuruluşuna gerek kalmazdı . Örneğin bir kredi derecelendirme kuruluşu, ülkenin politik riskini söz konusu ülkenin bütçe açığından daha önemli değerlendiriyor olabilir, ancak bu durum bir başka derecelendirme kuruluşu için aynı şekilde olmayabilir . Bu durumda aynı anda, aynı ülke için farklı notların olması doğaldır . Nitekim kredi notu, tamamen kredi derecelendirme kuruluşlarının o ülke için yaptığı bir değerlendirmedir yani kredi değerlendirmesidir.

Günümüzde kredi derecelendirme kuruluşlarının tamamen nesnel bir şekilde değerlendirme yaptıklarını söylemek güçtür . Ancak, uluslararası siyasi ve ekonomik ilişkilerin kredi derecelendirmesi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu bir gerçektir.

Örneğin iki Amerikalı kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard and Poor's ve Moody's 2003 Körfez Savaşı öncesi, eğer Türkiye, Amerikan ekonomik yardımını alamazsa notunun düşürüleceği uyarısını yapmışlardır. Söz konusu Amerikan ekonomik yardımı ise ,Amerika tarafından Türkiye'nin kendisiyle birlikte savaşa girme önkoşuluna bağlanmıştı.⁶¹

Standard and Poor's'un ve Moody's'in spesifik ülke riski değerlendirmelerinde farklı sonuçlar açıklamaları oldukça sık rastlanan bir olaydır . Örneğin, Meksika'nın son finansal krizi ardından, Moody's Meksika'nın ülke notunu Ba olarak açıklarken, S&P,

⁶⁰ Parasız , ön.ver. , s.301

⁶¹ "Moody's Resmen Şantaj Yaptı..."**Milliyet**,(12 Mart 2003)

Moody's'ten daha optimistik bir değerlendirmeye, Meksika'yı bir üst kredi notu için pozitif bir görünüşte bularak BB + notunu vermiştir . Sonuç olarak S&P, Meksika'nın notunu düşürmüştür.⁶²

Aslında bir ülkeden yatırımcıların uzaklaşmasına yol açan “bölünmüş rating”ler, ülkeler için çok daha önemlidir . Örneğin Standard and Poor's'un, Güney Afrika ve Polonya için yatırım derecesinin altında bir not olan BB vermesine rağmen, Moody's' her iki ülke içinde yatırım derecesinde olan Baa3 notunu vermektedir . Bölünmüş ratinglerin başka örneklerin de mevcuttur . Örneğin Kolombiya'nın Ağustos 2004 notu S&P tarafından (BBB-), Moody's tarafından ise (Ba1) açıklanmaktadır . Aynı şekilde Arjantin için S&P (BB-), Moody's ise (B1) olarak açıklamıştır . Burada da S&P, Moody's'e göre daha optimistik yakalaşmıştır.

Kredi değerlendirme kuruluşlarının aynı ülkeler için farklı açıklamalarının sıklığı yatırım derecesinin altındaki derecelerde daha fazladır . Bunun en önemli nedeni, bu derecelerdeki risk tipinin ölçülmesindeki belirsizliklerin daha büyük olmasıdır . Fakat ne olursa olsun bu belirsizliklerin ne olduğu anlaşılabilir.

Ülke riskinin ölçülmesi, herhangi bir kurumun kredi riskini ölçmekten daha güçtür. Ülkelerin kredi riski analizinde kredi derecelendirme kuruluşları, sadece ülkenin ödeme gücünü etkileyen faktörleri ele almakla kalmayıp, aynı zamanda politik kuruluşların stabilitesi, sosyal ve ekonomik uyum, dünya ekonomi sistemine entegrasyon gibi borç ödeme isteğini etkileyen unsurları da ele almalıdır . Bundan dolayı da, kredi derecelendirme kuruluşları arasındaki görüş farklılıklarının çıkması şaşırtıcı değildir.⁶³

⁶² http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr112.pdf (14.11.2004)

⁶³ Aynı

İKİNCİ BÖLÜM

RATING KAVRAMI, YÖNTEMLERİ, KURULUŞLARI ve SİSTEMLERİ

1- DERECELENDİRME (RATING) KAVRAMI

Rating, uluslararası sermaye piyasalarına menkul kıymet arz ederek borçlanan ya da bir menkul kıymet arz etmeksizin kredi talebinde bulunan kamu ve özel sektör kuruluşlarının borçlanacakları miktarı zamanında ve eksiksiz olarak ödeme kabiliyetlerini mali analiz ve risk ölçümleri ile ortaya koyan bir işlemdir. Rating işlemi, “rating kuruluşları” adı verilen kuruluşlar tarafından yapılır.⁶⁴

Fehmi KARASİOĞLU ve Sezgin DEMİR’e göre derecelendirme, bir şeyin veya bir kimsenin sahip olduğu değerlerin kalite düzeylerinin ortaya konulması işlemidir.⁶⁵

Kamu veya özel sektör kuruluşları günümüzde, uluslararası piyasalardan borçlanma ihtiyacı içerisinde oldukları zaman, alacakları borçların anapara ve faizlerini zamanında ve eksiksiz olarak ödeyecekleri konusunda borç veren kuruluşlara güven veremezse borçlanabilmeleri o kadar kolay olamaz ve borçlanma maliyeti fazla olur.

Rating işleminin amacı iki kısımda kategorize edilebilir,⁶⁶

- Rating, ülkelerin, kamu ve özel kuruluşlarının borç ödeme kabiliyetlerini (kredibilite) tespit etmek için yapılır. Yapılan bu işlem kredibilite çalışmasıdır.

⁶⁴ Türkiye Dünyanın Neresinde? (İzmir):Ege Genç İşadamları Derneği, Yıllık Rapor, 1998),s.216

⁶⁵ <http://www.baskent.edu.tr/guravk/finpazpazartesi7.doc> (28.12.2004)

⁶⁶ Ege Genç İşadamları Derneği, **ön.ver.**, s.218

- Rating, uluslararası piyasalarda doğrudan yabancı sermaye yatırımları ve portföy yatırımlarının yapıldığı durumdaki riskin tespit edilmesi amacı ile yapılır. Bu işlem ise “risklilik oranını belirleme” çalışmasıdır.

Kredi notlandırması günümüzde oldukça ciddi bir öneme sahiptir. Kredi notlandırmasının en önemli katkısı, dış piyasalardan iç piyasaya yatırımcı girmesine olanak tanınmasıdır. Bunu ise o piyasanın özelliğini ve yapısını belli bir not olarak göstererek yapmaktadır. Borç veren kesim ya da yatırımcı kendi içinde bulunduğu yerel piyasanın durumunu kolaylıkla saptayabilir ; fakat diğer piyasaların durumunu ancak Kredi Notlandırma Kuruluşları aracılığıyla hızlı ve güvenilebilir bir şekilde öğrenebilmektedir. Diğer bir deyişle, ülkelerin ve kuruluşların ekonomileri en doğru ve en hızlı bir şekilde kredi notlandırma şirketlerinin notları vasıtası ile incelenebilmektedir.⁶⁷

2- KREDİ DERECELENDİRME YÖNTEMLERİ

Kredi derecelendirme kuruluşları, kısa ve uzun vade için borçluyu ve borcu derecelendirmektedir. Borçlu derecelendirmesi yapılırken, borcun hem anaparasının hem de faizinin geri ödenme riski göz önünde tutulmaktadır ve borçlunun performans riski değerlendirilmektedir. Borç derecelendirmesinde ise kredi riski ve borçlunun kredi notu önem taşımaktadır. Borçlu ve borç derecelendirmesi döviz ve yerli para cinsinden yapılmaktadır.

2.1 – Kredi Derecelendirmesinde Borçlu Derecelendirilmesi

Borçlu derecelendirmesinde genelde ülke notu değerlendirilmektedir. Dolayısıyla ekonomik ve politik risk incelenmektedir. Kredi derecelendirme kuruluşları borçlu derecelendirme analizi yaparken, yaptıkları analiz beş noktada gruplandırılabilir;

⁶⁷Alper Bakdur , Gülyeter Duman , **Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**(Ankara:DPT Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü , 1999),s.18

Bunlardan en önemlisi ülkenin pazar ekonomisini benimseyip benimsemediğidir. Eğer söz konusu ülke pazar ekonomisini benimsemiş ise, ekonominin büyüklüğüne, sektörlerin ekonomi içindeki dağılımına, ülkedeki tasarrufların ve yatırımların yapısına bakılmaktadır. Ülkenin ekonomik büyüme modeli ve Gayri Safi Milli Hasıladaki artış oranı incelenen önemli kriterler arasındadır. Ülkenin ekonomisinin dışa açık olup olmadığı veya ne kadar açık olduğu, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından her zaman göz önünde tutulan kriterler arasındadır. Ekonominin dışa açık olması olumlu olarak değerlendirilmektedir.⁶⁸

İkinci olarak ülkenin kamu borçları ve maliye politikası incelenmektedir. Ülkenin kamu maliyesindeki denge durumu, borçların vade yapısı, anaparası ve faiz tutarı ve borç servisi kapasitesi analiz edilmektedir.

Üçüncü olarak, ülkenin para politikası ve enflasyonu incelenmektedir. Ülkenin merkez bankasının bağımsızlık derecesi, kur politikası, enflasyon eğilimi ve parasal büyüklükler ele alınmaktadır.

Ödemeler dengesinin esnek olup olmaması üzerinde durulan dördüncü noktadır. Cari işlemlerin yapısı, esnekliği ve sermaye hareketleri incelenmektedir.

Dış borçlar, kredi derecelendirme kuruluşları tarafından ülkenin ekonomik riskinin belirlenmesinde ele alınan son unsurdur. Özel kesimle kamu kesiminin dış borçları, borçların vade ve yapısı, ülkenin döviz rezervleri ve varlıkları incelenmektedir.

⁶⁹

Kredi derecelendirme kuruluşları, ülkelerin siyasi risk derecelendirmesini yaparken, ekonomik riskin hesaplanmasındaki gibi somut rakamlarla hareket edememektedirler. Siyasi risk derecelendirmesi siyasal sistem ve sosyal yapının incelenmesi ile yapılmaktadır. Genel olarak siyasal sistem analizi ile, toplumsal katılım, liderlerin gücü ve ülkedeki siyasi aktörlerin etkinlikleri incelenir. Ayrıca, toplumdaki

⁶⁸ Onur Birgül , “Derecelendirme Kuruluşları ve Etkileri” , **Bankacılar Dergisi**, Yıl:8 , Sayı:21 (Haziran 1997), s.65

⁶⁹ Aynı, s.65

gelir dağılımı, hayat standardı, istihdam, etnik yapı, bölgesel farklılıklar sosyal yapının değerlendirilmesinde etkili olmaktadır.

2.2- Kredi Derecelendirmesinde Borç Derecelendirmesi

Borç derecelendirmesi kısaca bir ülkeye ait yükümlülüğün derecelendirilmesidir. Kredi derecelendirme kuruluşları borç derecelendirmesinde, söz konusu ülkenin, borcunun anaparasını ve faizini zamanında ödeyip ödeyemeyeceğini analiz etmektedirler.⁷⁰

2.3 - Uzun Vadeli Derecelendirme Sistemi

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından, genellikle, oniki aydan daha uzun dönemler için yapılan analizlerin ve bunların sonucunda açıklanan notların, söz konusu ülkenin uzun dönem kredi notunu ifade ettiği kabul edilir.⁷¹

Uzun dönem derecelendirme sistemi, kendi içinde yatırım dereceleri ve spekülative dereceler olmak üzere ikiye ayrılır. Kısaca, yatırım notu dereceleri, söz konusu ülkenin borcunun anaparasını ve faizini herhangi bir gecikme olmaksızın zamanında yapabileceğini göstermektedir. Yatırım notu dereceleri AAA ,AA, A ve BBB 'dir. Spekülative yatırımlar ise BB, B, CCC, CC ve C 'dir. Spekülative dereceler ise, ülkenin ekonomisinin daha hassas olduğunu ve yatırımlarda riskle karşılaşılabilceğini ifade etmektedir. En düşük not olan D 'de spekülative dereceler arasındadır ancak bu notun anlamı diğerlerinden farklıdır. D notu, ne borcun ne de anaparanın ödenememe durumunu ifade eder.⁷²

2.4 - Kısa Vadeli Derecelendirme Sistemi

⁷⁰ Aynı, s.68

⁷¹ Yörük , ön.ver. , s.37

⁷² Aynı,s.37

Kısa dönemli derecelendirmenin süresi genellikle oniki aydan azdır. Bunun az da olsa istisnaları vardır.⁷³

Uluslararası piyasalarda talep edilen kredi türü genellikle uzun vadeli dir. Ülkelerin kısa vadeli kredileri tercih etmemelerinin sebebi, ihtiyaç duydukları finansmanı yurtiçinden karşılayabilmeleridir. Ülkelerin yurtiçinden karşıladıkları finansman miktarının maliyeti çok yüksekse ya da ekonomik durumlarına bağlı olarak oldukça zorsa, bu borç, yurtdışından karşılanabilir ancak bu finansmanın maliyeti de oldukça yüksek olur hatta çoğu zaman yurtdışı borçlanma maliyeti, yurt içinden yapılabilecek borçlanma maliyetinden yüksektir.

3- KREDİ VEREN KURULUŞLAR VE NOTLANDIRMA METODOLOJİLERİ

Derecelendirme firmaları, ülke risk analizinin tespitinde uzman mali analist ve ekonomistlerden oluşan kuruluşlardır. Bu firmalar, profesyonel kadrodan oluştukları için, herhangi bir yatırımcının kendi imkanlarıyla yapacağı analizden daha geniş çaplı bir analiz yapma imkanına sahiptirler.

Derecelendirme şirketlerinin herhangi bir kurum ya da ülkenin kredibilitesini tespit etmesi için, o kurum ya da ülkeden herhangi bir talebin olması gerekmez. Derecelendirme şirketleri bu faaliyetleri sebebiyle bir danışman yahut yatırım bankacısı veya bir menkul değer uzmanı rolünde değildirler. Dolayısıyla, yaptıkları değerlendirmenin neticesinde borçlu ya da yatırımcıya karşı herhangi bir sorumlulukları yoktur.⁷⁴ Burada tespit edilmesi gereken en önemli nokta, derecelendirme şirketlerinin tarafsız ve aynı zamanda bağımsız olduklarıdır ve verdikleri kararın bir tavsiye kararı niteliğinde olmadığıdır. Nitekim, her bir şirketin derecelendirme kriteri ve bu kriterlerin

⁷³ Aynı , s.34

⁷⁴ Aynı .s.34

derecelendirme notu içindeki ağırlıkları farklıdır. Sonuçta, bir ülkenin kredi notu iki farklı derecelendirme kuruluşunda, iki farklı değerde olabilir.

Kredi derecelendirme şirketleri verdikleri notları (+) veya (-) işaretleriyle ya da 1,2,3 şeklinde sayılarla belirtirler. Pozitif işaret ve en küçük sayı, ilgili kategorideki eniyi durumu yansıtır.⁷⁵

Günümüzde rating şirketlerinin sayılarında önemli derecede artışlar olmakla birlikte, dünya da saygınlığı kabul edilen tanınmış rating kuruluşu sayısı sınırlıdır. Amerika Birleşik Devletleri kökenli Standard&Poor's ve Moody's dünyanın halen en tanınmış iki rating şirketi durumundadır. Amerika Birleşik Devletleri dışında merkezi, İngiltere, Japonya ve Kanada'da bulunan kredi derecelendirme kuruluşları da bulunmaktadır. Ayrıca, uluslararası çevrelerde bankacılık ve finans alanlarında tanınmış Euromoney ve Institutional Investor dergileri de her yıl ülkelerin kredibilitesini ve risklilik derecesini ölçen araştırmalar yayınlamaktadır. Dünya da, halen kredibilite ve risklilik araştırmaları yapan başlıca rating şirketleri Tablo 3'te gösterilmektedir.⁷⁶

⁷⁵ <http://www.baskent.edu.tr/gurayk/finpazpazartesi7.doc> (28.12.2004)

⁷⁶ Ege Genç İşadamları Derneği, ön. ver.,s. 152-153

Tablo 3 : Dünyada Tanınmış Rating Kuruluşları

ABD
Moody's (Moody's Investor Service) Standard and Poor's Corporation Fitch (Fitch Investors Service) Duff and Phelps Credit Rating Corporation Thomson Political Risk Services Bankwatch
KANADA
Canadia Bond Rating Service (CBRS) Dominion Bond Rating Services (DBRS)
JAPONYA
Japanese Credit Rating Agency (JCRA) Nippon Investors Service Inc. (NIS) Japanese Bond Rating Institute (JBRI)
İNGİLTERE
IBCA Ltd. Business Environment Risk Index (BERI)
RATING ARAŞTIRMALARI YAYINLAYAN DİĞER KURULUŞLAR
Euromoney Dergisi, İngiltere Economist Intelligence Unit (Ekonomist dergisinin yan kuruluşu) Institutional Investor Dergisi, ABD

Kaynak: Ege Genç İşadamlar Derneği, Yıllık Rapor ,1998

Sonuç olarak, kredi derecelendirme şirketleri borçlu ile ilgili bilgileri değerlendirerek ortaya çıkan tablonun yalnızca görüntüsünü vermektedir. Aksayan ya

da eksik konularla ilgili olarak telkin ve tavsiyelerde bulunmak kredi derecelendirme çalışmasının kapsamı dışındadır.⁷⁷

3.1 - Moody's Investor Service Rating Agency

Moody's Investor Service, kredi derecelendirme konusunda dünyanın en saygıdeğer kurumları arasındadır. Onsekiz ülkede ofisi bulunmaktadır ve dünya genelinde yaklaşık 2100 çalışanı vardır.⁷⁸ 1900 yılında kurulan Moody's şirketi ilk kredilendirmesini 1909 yılında yapmıştır. Moody's tüm kredi notlarını dünyaya basın yoluyla açıklamaktadır. Moody's tüm kredi notlarının listesini aylık olarak hazırlanan Moody's Global Ratings Guide, Moody's Short-Term Market Record ve Moody's European Money Markets Guide gibi yazılı basın yoluyla açıklamaktadır. Herhangi bir Moody's ofisinden de güncel bilgi elde edilebilmektedir.

Esasen, kredi notlandırmasının özü gelecek ile ilgili olduğundan dolayı notlandırmanın öznel sonuçlar içermesi kaçınılmazdır. Analitik yöntemler, hızla değişen veriler ve eklenen yeni değişkenler nedeni ile notlandırmayı yapmada her zaman sağlıklı sonuçlar vermez. Bundan dolayı da nitel çalışmalar, nicel çalışmalara göre raporlara daha etkili bir şekilde yansımaktadır. Bu nedenle, saygın kredi derecelendirme kuruluşları, deneyimli, bilgili ve tarafsız analistlerle çalışmayı çok önemsemektedirler.⁷⁹

Moody's, en düşük kredi riskinden en büyük kredi riskine kadar olan tüm değerlendirmelerini ifade etmek için dokuz tane sembol kullanmaktadır;

Aaa Aa A Baa Ba B Caa Ca C

Bu harflerin her biri kredi derecelendirmesinde farklı bir kategoriye temsil etmektedir.

⁷⁷ Yörük ,ön.ver. s. 34

⁷⁸ [www.moody.com/history/who we are?](http://www.moody.com/history/who%20we%20are?) (13 Şubat 2004)

⁷⁹ Bakdur ,ön.ver. , s.4

Kredi derecelendirme kuruluşları, derecelendirmelerini çoğu kez iki dönem için yapmaktadır ; kısa dönem ve uzun dönem⁸⁰

Moody's' in uzun dönem rating tanımları;

- Aaa - Bu kategorideki borçlar, minimum kredi riskiyle en güvenilir borç sınıfındadır.
- Aa - Güvenilir olmakla birlikte çok düşük kredi riski vardır.
- A - Güvenilir dereceye daha yakın ve çok düşük kredi riski
- Baa - İlimli bir kredi riski vardır. Orta dereceyi oluşturur. Spekülatif nitelikli bazı risklere sahiptir.
- Ba - Spekülatif unsurlara sahiptir. Önemli derecede kredi riski vardır.
- B - Spekülatif olarak değerlendirilir ve yüksek derecede kredi riski vardır.
- Caa - Çok yüksek kredi riski vardır.
- Ca - Yüksek oranda spekülatif ve geri ödenmeme olasılığı çok yüksek.
- C - En düşük kategori, borç ve faizi ödenemiyor⁸¹

Kredi derecelendirme şirketleri, derecelendirme analizlerini, kısa dönem ve uzun dönem olmak üzere ikiye ayırarak yaparlar. Kısa dönem rating notunun dönemi, açıkça belirtilmedikçe onüç ayı geçmez. Moody's 'in kısa dönem notlandırma kategorisi ise şöyledir;

⁸⁰ Jerome S. Fons , **Tracing the Origins of Investment Grade** (NewYork:2004), s.16

⁸¹ Moody's Investor Service , **Global Credit Research** , May 2000

P – 1 Kısa dönemde borçların ödenmesinde bir problem yok

P – 2 Kısa dönemde borçların ödenmesi kuvvetle muhtemel

P – 3 Kısa dönemde borçların ödenmesi muhtemel

NP – (Not Prime) Herhangi bir derecelendirme kategorisi içine girmiyor.⁸²

3.2 – Standard & Poor’s Rating Agency

Standard and Poors en büyük iki rating kuruluşundan birisidir.20’den fazla ülkede 5000’den fazla çalışanı vardır.⁸³

Standard and Poors şirketinin geçmişi 1860’lı yıllara kadar gitmektedir. “ Standard Statistics Company ” ve “ Poor’s Publishing Company ” adlı şirketler birleşerek 1941 yılında Standard & Poor’s şirketini oluşturmuşlardır.

Standard and Poor’s çalışmalarını yazılı basın yoluyla ve elektronik ortamlarda duyurmaktadır. Haftalık olarak ,Credit Week ; aylık olarak, Sovereign Reports, Financial Institutions Ratings Service ; üç aylık yayın olarak, Structured Finance vardır. Ayrıca yılda beş kez çıkarılan Global Sector Review dergisi bulunmaktadır. Elektronik ortamda kullanılan DISL (CARD) adlı bir disket de yayınlanmaktadır.

Standard and Poor’s’un kredi notlandırmasında uyguladığı başlıca kriterler şu şekilde sıralanabilir;⁸⁴

- Borcun geri ödenmeme olasılığı
- Borç anlaşmasının içeriğinin incelenmesi

⁸² www.moodys.com/explanationofratings0o8n.pdf (18 Nisan 2004)

⁸³ www.standardandpoors.com/history/publishinggest.htm (21 Mayıs 2004)

⁸⁴ Bakdur, ön.ver.,s.6

- Borcun geri ödenmesini etkileyebilecek durumların incelenmesi

Esasen birinci ve üçüncü kriterler yakın anlamlı gibi gözükse de birinci kriterde borçlunun halihazırdaki durumu gözönüne alınırken üçüncü kriterde borçlunun gelecek dönemlerdeki durumu gözönüne alınmaktadır. Borçlunun gelecek dönemlerdeki durumunun tespitinde ise borçlunun iç siyasi ve ekonomik havası, borçlunun yumuşak ya da sert bir anayasaya sahip olması, hükümetin gücü, ülkedeki seçim atmosferi gibi unsurlar gözönünde tutulmaktadır.

Moody's şirketinde ücretlendirme, alt ve üst limitler arasında değişmektedir oysa Standard and Poors, Moody's'ten farklı olarak ; çalışmanın güçlüğü, süresi ve harcamalarına göre bir ücret belirlemektedir.⁸⁵

Standard and Poor's'un uzun vadeli kredi notu tanımlamaları şöyledir;

AAA - Bu nota sahip olan ülkeler borcunun anaparası ve faizini ödemede çok yüksek bir geri ödeme kapasitesine sahiptir.

AA - Eniyi sayılan bir önceki not grubundan çok az farka sahip olan bu not grubuna sahip ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir.

A - Bu nota sahip olan ülkeler yüksek geri ödeme kapasitesine sahiptir ancak ekonomik koşullardaki değişmelere üst derecelere kıyasla daha duyarlıdır.

BBB - Bu nota sahip olan ülkeler borcunu ödemesinde yeterli kapasiteye sahiptir ancak ortaya çıkabilecek ufak bir belirsizlikte üstteki nota sahip ülkelere çok daha çabuk ve fazla etkilenir.

BB - Bu ülke ekonomisinde belirsizlikler vardır ve bu belirsizlikler borç ödeme dengelerini etkileyebilecek karakteristiktir.

⁸⁵ Aynı , s.6

- B - Ülkede yüksek oranda risk vardır ancak şu anda geri ödemelerini gerçekleştirebilecek gözükmektedir.
- CCC - Bu ülke büyük bir ihtimalle borç geri ödemelerini gerçekleştiremeyecek.
- CC - Bu ülkenin ekonomik tablosu çok kötü durumda ve borcunu geri ödeyememesi kesin
- C - Bu nota sahip ülke iflasın eşiğindedir.
- D - Ülkenin iflası kesindir ve borçlarını ertelemeden ödeyebilmesi imkansızdır.

3.3 - Fitch IBCA Group Rating Agency

Fitch derecelendirmeleri, 1913'te John Knowles Fitch tarafından kurulan " Fitch Yayıncılık Şirketi " olarak başladı. AAA'dan D'e kadar olan notlarını bağımsız finansal güvenlik analizleri için, ihtiyaç duyulan talebin karşılamasını sağlamak üzere 1924'te tanıttı. 1975'te ulusal anlamda üç saygıdeğer rating şirketinden biriydi. 1997'de merkezi Londra'da olan IBCA Limited şirketiyle birleşmesi Fitch'nin tüm dünya daki varlığını arttırmasına olanak sağladı. Thomsan Bankwatch adlı kredi derecelendirme şirketini ve ardından 2000 senesinin Nisan ayında merkezi Şikago'da olan ve aynı zamanda önemli kredi derecelendirme kuruluşlarından birisi olan Duff & Phelps adlı kredi derecelendirme şirketini kendi bünyesine geçirdikten sonra uluslararası düzeydeki varlığını ve işlerini arttırdı. Tüm bunların sonucu olarak, Fitch dünya da bugün yaklaşık olarak 1200 çalışana (bunların 700'den fazlası analist) ve 40'tan fazla ofise sahiptir.

Fitch, seksenden fazla ülkeyle ilgili kredi araştırması ve görüşü sunmaktadır. Fitch şirketinin ülke riskiyle ilgilenen departmanında oniki analist bulunmaktadır. Bunlar global olarak yatırımcılara ulaşılabilen yerler olan Londra, New York, Hong Kong'taki kamu ve özel sektörlerde çalışan oldukça deneyimli kişilerdir. Bu analistler, ülke riskiyle ilgili yorumlarını düzenli bir şekilde ve zamanında sağlamakla beraber,

telekonferanslar, seminerler ve dünyanın ana finansal merkezlerindeki konferanslarla toplantılar yapmaktadırlar. Tüm kredi derecelendirme kuruluşlarında olduğu gibi Fitch'in de ülke riski analizleri daha kapsamlı bir değerlendirme yapabilmek için diğer analitiksel çalışma yapan analistlerle yakın bir çalışma içindedir.

Fitch'in ülke riski değerlendirmesindeki temel endikatörler şöyledir ; ülkenin borç ödeme kapasitesi ve isteği, yurtiçi ve yurtdışı borç ve alacaklar, ekonomisinin yapısal sağlamlıkları ve zayıflıkları ve ulusal idarenin karşı karşıya kaldığı politik ve sosyal sınırlamalar.

Fitch'in uzun dönemi kredi derecelendirme notları ve açıklamaları şöyledir;

Yatırım Dereceleri

AAA - En yüksek kredi kalitesi, başka bir deyişle en düşük kredi riski beklentisi

AA - Çok yüksek kredi kalitesini gösterir. Başka bir deyişle çok düşük kredi riski beklentisini ifade eder. Finansal taahhütlerin zamanında yerine getirilmesinde ve geri ödemede oldukça yüksek bir kapasiteye sahiptir.

A - Yüksek kredi kalitesini gösterir. Bu derece finansal taahhütlerin zamanında yerine getirilmesinde güçlü bir durumu ifade eder. Ancak ekonomik tablolardaki olumsuz değişikliklerde, daha üst derecelere göre daha çabuk etkilenir.

BBB - İyi kredi kalitesini gösterir. Şu anki ekonomik duruma göre kredinin geri ödenmeme olasılığının düşük olduğunu ancak beklenmedik olumsuz ekonomik gelişmelerde geri ödeme kapasitesinin bozulabileceğini ifade eder. En düşük yatırım derecesi kategorisidir.

Spekülatif Dereceler

BB - Spekülatif ortamın var olduğunu ifade eder. Özellikle beklenmedik olumsuz ekonomik durumlarda bir kredi riskinin mevcut olacağını gösterir. Ancak finansal ya da ticari alternatifler finansal taahhütlerin karşılanmasını mümkün kılabilir. Yatırım kategorisi derecesi değildir.

B - Hayli spekülatif bir ekonomik ortamı gösterir. Şu anda önemli bir kredi riskinin olduğunu ifade eder, ve yine şu anda finansal taahhütler karşılanmaktadır ancak ödemenin devam edebilmesi, ekonomiye destek verilmesine bağlıdır.

CCC, CC, C -

Borcun yüksek oranda geri ödenmeme riskini gösterir. Geri ödenmeme kesindir. Finansal taahhütlerin yerine getirilebilmesinin tek bir olasılığı vardır bu da ekonominin, iş ve finans çevrelerinin ciddi bir şekilde desteklenmesidir. C rating derecesi, olması çok yakın bir ekonomik krizi göstermektedir.

DDD, DD, D -

Borç taahhütlerinin yerine getirilmesi şu anda imkansız gözükmektedir. Ülkede faiz oranları çok yüksektir. Borç taahhütlerinin yerine getirilmesi ekonominin ve siyasi yapının re-organize olmasına bağlıdır.

Fitch'nin kredi notları bazen “ + ” ya da “ - ” işaretlerini içerebilir. Bu işaretler AAA kategorisinde ve CCC kategorisinin altındaki notlara eklenmez. “ + ” ve “ - ” işaretinin anlamı ülkenin notunun ana kategorilere göreceli olarak yakınlığını ifade eder. Örneğin Fitch, bir ülkenin kredi notunu A+ olarak tanımlıyorsa, ülkenin ekonomik durumunda iyi yönde gelişmeler olduğunu ve bir üst kategori olan AA'a çıkabileceğini ifade etmektedir.

Fitch'nin NR simgesi, söz konusu ülkenin kredi notunun değerlendirilmediğini ifade eder.

Fitch, ülkenin gerçek kredi notunun belirlenebilmesi için gerekli olan mevcut bilginin yetersizliği ya da elde edilememesi durumunda, ülkenin kredi notunu açıklamaz ve bunu “kapalı” ibaresiyle ifade eder.

Bazen, ülkelerin ekonomik durumlarını değiştirebilecek olaylar olur ancak bu olayların ülkenin ekonomisine pozitif veya negatif bir etki yapacağı önceden tam olarak sezinlenemez. Yatırımcıların bu gibi durumları gözden kaçırmamaları için Fitch bu tür notlandırmalarına “ Kredi notu takipte” ibaresini ekler ve genellikle kısa bir süre sonra da ülkenin notlandırmasını tamamlar.

Uluslararası piyasalarda kredi derecelendirmeleri genellikle uzun dönem için yapılmaktadır. Oniki aydan az süreyi ifade eden kısa dönem ratingi de kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır.

Fitch'nin kısa dönem rating tanımları şöyledir;

- F1 - En yüksek kredi kalitesini gösterir. Bu ülke finansal yükümlülüklerini zamanında yerine getirmede en yüksek performansa sahiptir. Bu nota bazen “ + ” işareti eklenebilir. Bunun anlamı ise, ülkenin borç taahhütlerini yerine getirmesinde mükemmel bir ekonomik ve siyasi yapıya sahip olduğudur.
- F2 - İyi kredi kalitesini ifade eder. Ülkenin finansal taahhütlerini zamanında yerine getirmesinde tatmin edici bir kapasiteye sahip olduğudur. Ülke güvenli olarak addedilir ancak bu güvenliğin sınırı daha üst rating notlarında olduğu kadar büyük oranda değildir.
- F3 - Zayıf kredi kalitesini göstermektedir. Ülke zamanında borcunu ödemek için yeterli ekonomik güce sahiptir, bununla birlikte yakın dönemde meydana gelebilecek olumsuz durumlar ülkeyi yatırım yapılamayacak kredi notlarına düşürebilir.

- B - Spekülatif durumu ifade eder. Ülke zamanında borçlarını ödemede minimal kapasiteye sahiptir. Yakın zamanda meydana gelebilecek finansal ve ekonomik durumlara karşı çok hassastır.
- C - Yüksek derecede borcun ödenmeme durumunu gösterir. Borcun ödenmemesi kesindir. Borcun ödenebilmesi sadece iş ve ekonomi çevresinin desteklenmesine bağlıdır.

Standard and Poors, Moody's ve Fitch'in uzun dönem rating sembolleri ve karşılaştırmaları Tablo 4' te gösterilmektedir.⁸⁶

⁸⁶ Caouette ,ön.ver., s.69

Tablo 4: Standard&Poors, Moody's ve Fitch'nin Not Eşleştirmeleri**Yatırım Derecesi Ratingleri**

<u>S&P ve Fitch</u>	<u>Moody's</u>	<u>Açıklaması</u>
AAA	Aaa	En yüksek kalite; son derece güçlü
AA+	Aa1	Yüksek kalite
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A+	A1	Güçlü ödeme kapasitesi
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Yeterli ödeme kapasitesi
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	

Spekülatif Derece Ratingleri

BB+	Ba1	Yükümlülüklerin yerine getirilmesi muhtemel ancak ileriki dönemlerde belirsizlik var
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Yüksek risk
B	B2	
B-	B3	
CCC+	Caa1	Ekonomi çok hassas, borcun geri ödenememesi yüksek olasılık
CCC	Caa2	
CCC-	Caa3	
CC		İflasta
C	Ca	
D		

Kaynak: Caouette, Edward, Narayanan, Managing Credit Risk, USA, 1998

3.4 Beri Enstitüsü

Beri Enstitüsü, 1996 yılında kurulmuştur . Müşteri portföyünün çoğunluğunu bankalar ve uluslararası iş ilişkisi olan şirketler oluşturmaktadır.

Beri Enstitüsü'nün iki ana uzman grubu vardır . Bunlardan birisi, ülkelerin politik durumlarını inceleyen grup, diğeri ise ülkelerin çalışma koşullarını izleyen gruptur. Beri Enstitüsü'nün, temel prensiplerinden birisi de müşterilerinin ya da grup üyelerinin isimlerini, analizlerinin ve tahminlerinin objektifliğini bozması açısından, açıklamamasıdır.

Beri Enstitüsü, risk endekslerini üç ana grupta toplamıştır;

- I) Operasyon Risk Endeksi (ORI)
- II) Politik Risk Endeksi (PRI)
- III) Ülkeye Giren Ve Çıkan Para Faktörü (R Factor)

3.4.1 Operasyon Risk Endeksi

Operasyon Risk Endeksinin temel hedefi, yabancı yatırımcılar için, söz konusu ülkenin iş ortamıyla ilgili bilgi vermektir.

Beri Enstitüsü'nün yirmi yıldan daha uzun bir süredir kullandığı Operasyon Risk Endeksi kriterleri onbeş tanedir. Her bir kriter, kendi içinde 0'dan 4'e kadar puanlanmaktadır . Kriterlerin toplam ağırlığı 25'tir ve her bir kriterin ağırlığı Tablo 5'te gösterilmektedir.⁸⁷

⁸⁷ www.beri.com/Historicalratingsresearch/package/guidlinesonrisk.pdf. (18 Mayıs 2004)

Table 4: Beri Enstitüsü Operasyon Risk Endeksi Kriterleri

<u>KRİTERLER</u>	<u>AĞIRLIK</u>
Politik Süreklilik	3.0
Yabancı Yatırımcılara ve karlara olan tutum	1.5
Özelleşme Derecesi	1.5
Parasal Enflasyon	1.5
Ödemeler Dengesi	1.5
Bürokratik Gecikmeler	1.0
Ekonomik Büyüme	2.5
Para Konvertibilitesi	2.5
Anlaşmaların Uygulanabilirliği	1.5
İşgücü Maliyeti Verimliliği	2.0
Profesyonel Hizmetler	0.5
İletişim ve Nakliye	1.0
Yerel Yönetimler	1.0
Kısa Dönemli Kredi	2.0
Uzun Dönemli Borçlar ve Risk Sermayesi	2.0

Kaynak: Saruhan Hatipoğlu, <http://www.beri.com/forelend/userguide.asp>(14.08.2004)

Bu kriterler ve ağırlıklarına göre verilen puanlar 0-100 arasında olmaktadır. Bu puanların anlamları şöyledir.⁸⁸

- **70-100** İleri derecede endüstrileşmiş bir ekonomi. Yabancı yatırımcılar için ortaya çıkabilecek problemler, ülkenin verimliliği, pazar fırsatları, finansal sistem ve ileri alt yapı sayesinde aşılabılır.
- **55-69** Sadece günlük işleyişteki problemlere sahip olan ılımlı riske sahip olan ülkelerin not derecesi. Genellikle, politik yapı ciddi derecede bozulmalar olmaksızın operasyonların gerçekleştirilmesi için yeterli derecede dengelidir. Dinamik ekonomik büyüme, cazip karlar için sık sık potansiyel olmaktadır.
- **40-54** Tamamen yabancı sermayeli işler için yüksek riske sahip olan ülkelerin göstergesi. Sadece özel durumlar değerlendirilmelidir, kıt hammaddeler yada çok nadir olan kar durumları gibi. Yönetim seçimi, bu risk aralığında başarılı olmak için kritiktir.
- **0-39** Yabancı sermayeli iş yatırımları için tamamen kabul edilemez risk aralığı.

3.4.2 Politik Risk Endeksi

Politik risk endeksi, tamamen, bir ülkedeki sosyo-politik koşullar üzerinde odaklanmaktadır.

Politik risk endeksi dört tane zaman periyodunu ele almaktadır.

<u>Şimdiki Durum</u>	<u>1 Yıl Sonraki Durum</u>	<u>5 yıl Sonraki Durum</u>	<u>10 Yıl Sonraki Durum</u>
1	2	3	4

⁸⁸ Aynı , s.3

3.4.2.1 Politik Risk Endeksi Hesaplama Sistemindeki İlk Adım

Uzmanlar, aşağıda verilen sekiz nedenden her birini 0'dan (yasaklayıcı problemler) 7'ye kadar (problem yok) puan vererek değerlendirir. Daha sonra, şimdiki durumda, aynı skala içinde politik riskin iki belirtisi değerlendirir. Değerlendirme perspektifi her zaman, söz konusu ülkenin kendi ulusal özel girişimi açısından ziyade uluslararası bir bankanın değerlendirme perspektifindedir. Bu alt toplam, mükemmel bir ülke için maksimum 70 puandır.⁸⁹

3.4.2.1.1 Politik Riske Neden Olan İç Nedenler

- 1 - Politik spektrum içindeki azınlıklar ve bu azınlıkların gücü.
- 2 - Dil, etnik ve/veya dini gruplar tarafından oluşturulan azınlıklar ya da bu azınlıkların gücü.
- 3 - Gücü elde tutmak için gereksinim duyulan sınırlayıcı ya da zorlayıcı önlemler.
- 4 -Yabancı düşmanlığı, milliyetçilik, rüşvet, iltimas, v.b. gibi unsurları içeren mentalite.
- 5 - Nüfus yoğunluğu ve refah dağılımını içeren sosyal koşullar.
- 6 - Radikal bir hükümet için, güçlerin organizasyonu ve sağlamlığı.

3.4.2.1.2 Politik Riske Neden Olan Dış Nedenler

- 1 - Büyük bir düşman gücün var oluşu ve bunun önemi.
- 2 - Bölgesel politik güçlerin olumsuz etkileri.

3.4.2.1.3 Politik Riskin Belirtileri

- 1 - Gösterileri, grevleri ve sokak şiddetlerini içeren sosyal çatışmalar.

⁸⁹ Aynı, s.4

2 - Anayasal olmayan değişiklikler, suikastçiler ve gerilla savaşları nedeniyle ortaya çıkan dengesizlik.

3.4.2.2 Politik Risk Endeksi Hesaplama Sistemindeki İkinci Adım

Yukarıdaki nedenlerden biri ya da birkaçı bütün politik denge üzerinde üstün bir etkiye sahip olabilir. Bundan dolayı da Beri Enstitüsü değerlendirmeyi yapan uzmalara 30 puanlık bir ikinci alt toplam yapmasını öngörmüştür. Deęerlendirmeyi yapan uzman, beirtiler hariç geriye kalan sekiz neden için maksimum 30 puanlık bir not verebilir. Bu 30 puanı istediği nedenle verebilir ya da hiç vermeyebilir. Burada tamamen uzmanın değerlendirme inisiyatifi ön plana çıkmaktadır. Böylece en düşük riske sahip ülke, birinci ve ikinci adımların bir sonucu olarak 100 puanlık notu elde edebilir.⁹⁰

3.4.3 Beri Enstitüsü Ratinglerinin Anlamları

Ratingleri yorumlarken muhakeme yapmak gereklidir. Çünkü bir kategorideki rakam, bir başka kategorinin eşiğinde olabilir. (53,54 gibi)⁹¹

- **70-100 Düşük Risk** Politik değişiklikler, iş yaşamında ciddi şekilde ters bir etkiye yol açmaz. Büyük sosyo-politik dalgalanmalar beklenmektedir.
- **55-69 İlmli Risk** Geçmişte, politik değişiklikler, ciddi şekilde iş yaşamını etkiledi ancak gelecekte bu tür değişikliklerin meydana gelme olasılığı oldukça düşük. Bazı gösteri ve grevlerin meydana gelme ihtimali yüksek.
- **40-54 Yüksek Risk** Politik gelişmeler, iş yaşamını ciddi şekilde sıkıntılara sokabilir. Destek gören ayaklanmaları içeren büyük sosyo-politik çalkantıların periyodik olarak meydana gelme ihtimali oldukça yüksek.

⁹⁰ www.beri.com/user/userguidlines/forelend.pdf (13.06.2004)

⁹¹ Aynı

- **0-39 Engelleme Riski** Politik durumdaki en ufak bir değişme, iş yaşamını ciddi şekilde sıkıntılara sokar. İsyanlardan ve ayaklanmalardan dolayı varlıkların kaybedilmesi muhtemeldir. Çalkamular, günlük yaşamın bir parçasıdır.

3.4.4 R Faktörü

Beri Enstitüsünün değerlendirdiği üçüncü endeks ise R faktörüdür. R (yurtdışına sermaye çıkışı ve girişı) faktörünün amacı ülkenin ödeme kapasitesini ve özel yabancı şirketleri kabullenme isteğini tespit etmektir. R faktörü dört alt endeksten oluşmaktadır.

Bunlar ;

1. Yasal Çevre Alt Endeksi (R faktörünün %20'si)
2. Döviz Yaratma Alt Endeksi (R faktörünün %30'u)
3. Birikmiş Uluslararası Rezerv Alt Endeksi (R faktörünün %30'u)
4. Dış Borç Değerlendirme Alt Endeksi (R faktörünün %20'si)

3.4.5 Bileşik Skor

Beri Enstitüsü, yukarıdaki tüm bu endekslerin detaylı bir analizini yaparak, bu analizlerin sonuçlarının birleştirildiği nihai bir derecelendirme notu açıklar. Bu, Borç Verecekler İçin Risk Kılavuzu (Lender's Risk Rating-LR) olarak adlandırılmaktadır. Beri Enstitüsü bu sonucu, Tablo 6'da gösterildiği gibi 1'den 8'e kadar olan rakamlarla ifade etmektedir.⁹²

⁹² Aynı, s.6

Tablo 6 : Beri Enstitüsü Risk Kılavuzu (LR) Sonuçları

<u>Bileşik Skor</u>	<u>LR</u>	<u>Tavsiye Edilen Borç Verme Hareketi</u>
65 - 100	1	Borç Verin. Mükemmel borçlu
60 - 64	2	Mükemmel borçlu için teklif edilenden biraz daha yüksek bir faiz oranında borç verin.
55 - 59	3	Yüksek bir faiz oranında borç verin. LR2 borçluları ile karşılaştırıldığında genel olarak daha sıkı şartlarda borç verin.
50 - 54	4	Geçerli bir garanti olmaksızın en yüksek faiz oranında borç verin. Özel kuruluşlara ise sadece böyle bir garanti ile borç verin.
45 - 49	5	Sadece enstitüsel bir garanti ile borç verin.(0'lar grubu,ADB,v.b.)
40 - 44	6	Stratejiyi yeniden şekillendirmeye hazırlıklı olun. Faiz ödemelerini yeniden şekillendirin. Anapara ödemeleri bazen gecikebilir.
35 - 39	7	Kötü durumlar için hazırlıklı olun. Faiz ödemeleri bazen gecikebilir. Anapara ödemeleri için yeni bir programa ihtiyaç var.
0 - 34	8	Borcun anapara ve faizinin geri ödemesi yapılamıyor.

Kaynak: Saruhan Hatipoğlu,<http://www.beri.com/hrrp.asp>(17.09.2004)

3.5 Uluslararası Ülke Risk Rehberi (International Country Risk Guide -ICRG)

Uluslararası Ülke Risk Rehberi(ICRG) ratingleri; politik, ekonomik ve finansal olmak üzere üç risk grubundan oluşmaktadır. Bu üç alt kategorideki risk de toplam yirmiiki değişkenden oluşmaktadır. Politik risk endeksi 100 puan, finansal ve ekonomik risk endeksleri de 50'şer puan olmak üzere 200 puanlık bir değerlendirme yapılmaktadır.

ICRG'nin bu tahmin modeli, 1980 yılında yaratılmıştır ve hala kullanılmaktadır. ICRG bu metodolojisi ile oldukça kapsamlı bir analiz modeli sunmaktadır. ICRG'nin risk değerlendirmesini oluşturan yirmiiki değişken unsurun onikisi politik, beşi ekonomik ve diğer beşi de finansaldır. ICRG Risk Değerlendirme Metodolojisinde, en düşük risk en yüksek puan değerine sahiptir, en yüksek potansiyel risk de sıfır ile ifade edilmektedir. ICRG'nin kullandığı risk modelinin sistematığı şöyledir;

3.5.1 ICRG Politik Risk Değerlendirmesi

Toplam 100 puandan oluşmaktadır. ICRG'nin politik risk unsurları ve maksimum puanları şöyledir⁹³;

<u>Değişkenler</u>	<u>Puan</u>
Hükümet Dengesi	12
Sosyoekonomik Koşullar	12
Yatırım Profili	12
İç Çatışmalar	12
Dış Çatışmalar	12
Rüşvet	6
Politikada Asker Rolü	6
Politikada Dinin Rolü	6
Kanun ve Düzen	6
Etnik Gerginlik	6
Demokratik Düzen	6

⁹³ Aynı,s.8

- **Hükümet Dengesi** : Hükümetin deklare ettiği programını gerçekleştirme yeteneğinin ve hükümetin iktidarda kalabilme gücünün değerlendirilmesidir. Bu risk değerlendirme unsuru, her biri maksimum 4, minimum 0 puana sahip olan üç alt unsurdan meydana gelmektedir. 4 puan, çok düşük riski ; sıfır puan ise çok yüksek riski temsil etmektedir. Hükümet dengesi başlığı altında incelenen üç alt unsur şunlardır;
 1. Hükümetin Tekliği
 2. Yasama Gücü
 3. Kamuoyu Desteği
- **Sosyoekonomik Koşullar**: Hükümetin hareketini sınırlayıcı bir ortamda çalışması ve bu ortamdaki sosyoekonomik baskının değerlendirilmesidir. Bu unsur da üç alt unsurdan oluşmaktadır ve yine bu unsurların da her biri maksimum 4, minimum 0 puandır.
 1. İşsizlik
 2. Tüketici Güveni
 3. Yoksulluk
- **Yatırım Profili** : Yatırım riskini etkileyen faktörlerin değerlendirilmesidir. Üç alt unsurdan oluşmaktadır. Yine her biri maksimum 4, minimum sıfır puandır. Bunlar;
 1. Sözleşme Geçerliliği / Kamulaştırma
 2. Ödeme Gecikmeleri
 3. Karların Geri Dönüşü
- **İç Çatışmalar**: Ülkedeki politik şiddetin değerlendirilmesidir. Bu başlık altında, çatışmaların hükümete, gerçek ve potansiyel etkisi de değerlendirilir. Eğer

İktidardaki bir hükümete karşı sivil ya da askeri bir muhalefet yoksa, insanlar hükümetin aleyhinde doğrudan ya da dolaylı şiddet hareketlerine kadar varan protestolar yapmıyorsa, bu unsur için en yüksek risk puanı elde edilir. Bu unsur da, her biri maksimum 4, minimum sıfır puana sahip üç alt unsura sahiptir. Bunlar ;

1. Sivil Savaş / Darbe Tehdidi
2. Terörizm / Politik Şiddet
3. Kanunsuzluk

- **Dış Çatışmalar** : Hükümetin dış politikalarının değerlendirilmesini içerir. Diplomatik baskılar, ticari sınırlamalar, bölgesel çatışmalar, yaptırımlar vb. gibi unsurlar değerlendirilmektedir. Her biri maksimum 4, minimum 0 puana sahip üç alt unsura sahiptir.

1. Savaş
2. Sınır Çatışmaları
3. Dış Baskı

- **Rüşvet** : Ülkenin politik ve bürokratik sistemi içindeki rüşvet derecesinin ve toplumun buna bakış açısının değerlendirilmesi bu başlık altında incelenir. Rüşvet ekonomik ve finansal çevrenin bozulmasına neden olur, hükümetin verimliliğini azaltır ve toplumdaki haksızlık derecesini artırır. Gizli siyasi parti fonları, politikacılarla iş dünyası arasındaki şaibeli bağlar gibi potansiyel unsurlar bu başlık altında değerlendirilir.
- **Politikada Asker Rolü** : Askerler herhangi bir topluluk tarafından seçilerek gelmediği için askerlerin politikadaki rolü demokratik sorumluluğu azaltır. Günümüzde hala birçok ülkede askeri güç, seçilerek gelmiş bir hükümetin almış olduğu kararları değiştirebilecek kadar siyasi arenada etkilidir.
- **Politikada Dinin Rolü** : İktidarda tek bir görüşün hakim olması, çıkarılan kanunların ve bu kanunların uygulanmasının adil olmamasına neden olur.

- **Kanun ve Düzen** : Kanun ve düzen her birisi 0'dan 3'e kadar puana sahip olan üç alt unsurla değerlendirilerek ele alınır. Kanun alt unsurları, yasal sistemin gücü ve tarafsızlığı açısından değerlendirilirken, düzen alt unsurları kanunların uygulanmasının değerlendirilmesidir.
- **Etnik Gerginlikler** : Bir ülkedeki ırk, dil, din ya da millet gibi grupsal çatışmaların derecesinin değerlendirmesidir. Gerginliklerin enaz olduğu ülke daha yüksek rating derecelerine sahiptir.
- **Demokratik Sorumluluk**: Ülkeyi yönetenlerin, ülkedeki tüm grupların ve siyasi partilerin haklarını gözetmesinin değerlendirilmesidir.
- **Bürokrasi Kalitesi**: Ülkedeki bürokrasinin kalitesi ve sağlamlığı, ülkedeki herhangi bir siyasi şok sonucu meydana gelebilecek olumsuz durumları ya da hükümetin değişmesi durumunda ortaya çıkabilecek olumsuz durumları minimize eder. Düşük riske sahip olan ülkelerde bürokrasi, politik baskıya karşı otonom bir yapıya sahiptir.

3.5.1.1 Politik Riskin Değerlendirilmesi

Genel olarak, puanların toplamı 50'den az ise, çok yüksek riskin olduğu kabul edilir; puanlar 50-60 arasında ise, yüksek risk ; 60-70 arasında ılımlı risk ; 70-80 arasında düşük risk ; 80-100 arasında ise çok düşük riskin var olduğu kabul edilir. Bununla birlikte, politik riskteki düşük not ekonomik ya da finansal riskin yüksek olması ile telafi edilebilir.⁹⁴

⁹⁴ www.ICRGonline.com/contryrisk.04/evaluations4n.pdf (11.01.2004)

3.5.2 ICRG Ekonomik Risk Değerlendirmesi

ICRG, ekonomik risk değerlendirmesinde beş değişkeni incelemektedir. Bunlar⁹⁵;

1 – Kişibaşına Gayrisafi Yurtiçi Hasıla

Belirli bir yıl için, ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen kişibaşına tahmini Gayrisafi Yurtiçi Hasıla, ICRG tarafından ele alınan tüm ülkelerin tahmini olarak toplam Gayrisafi Yurtiçi Hasıllarının ortalamasının yüzdesi olarak ifade edilir. Bu ortalamalar aşağıdaki şekilde puanlara çevrilir.

<u>%</u>	<u>Puan</u>
250.0 / +	5.0
200.0 / 249.9	4.5
150.0 / 199.9	4.0
100.0 / 149.9	3.5
75.0 / 99.9	3.0
50.0 / 74.9	2.5
40.0 / 49.9	2.0
30.0 / 39.9	1.5
20.0 / 29.9	1.0
10.0 / 19.9	0.5
+ / 9.9	0.0

2 – Reel Gayrisafi Milli Hasıla Artışı

Belirli bir ülke için, 1990 yılı fiyatları ile sabit olarak, tahmini Gayrisafi Milli Hasıladaki yıllık değişme artış ya da azalış yüzdesi olarak ifade edilir. Daha sonra şu şekilde puanlandırılır;

⁹⁵ Aynı,s.2

<u>%</u>	<u>Puan</u>
6.0 / +	10.0
5.0 / 5.9	9.5
4.0 / 4.9	9.0
3.0 / 3.9	8.5
2.5 / 2.9	8.0
2.0 / 2.4	7.5
1.5 / 1.9	7.0
1.0 / 1.4	6.5
0.5 / 0.9	6.0
0.0 / 0.4	5.5
-0.1 / -0.4	5.0
-0.5 / -0.9	4.5
-1.0 / -1.4	4.0
-1.5 / -1.9	3.5
-2.0 / -2.4	3.0
-2.5 / -2.9	2.5
-3.0 / -3.4	2.0
-3.5 / -3.9	1.5
-4.0 / -4.9	1.0
-5.0 / -5.9	0.5
-6.0 / +	0.0

3- Yıllık Enflasyon Oranı

Tahmin edilen yıllık enflasyon oranı (tüketici fiyat endeksinin ağırlıklandırılmamış ortalaması) bir yüzde değişim olarak hesaplanır. Bu hesabın risk puanları şöyledir⁹⁶;

⁹⁶ Aynı ,s.2

<u>%</u>	<u>Puan</u>
0.0 / 1.9	10.0
2.0 / 2.9	9.5
3.0 / 3.9	9.0
4.0 / 5.9	8.5
6.0 / 7.9	8.0
8.0 / 9.9	7.5
10.0 / 11.9	7.0
12.0 / 13.9	6.5
14.0 / 15.9	6.0
16.0 / 18.9	5.5
19.0 / 21.9	5.0
22.0 / 24.9	4.5
25.0 / 30.9	4.0
31.0 / 40.9	3.5
41.0 / 50.9	3.0
51.0 / 65.9	2.5
66.0 / 80.9	2.0
81.0 / 95.9	1.5
96.0 / 110.9	1.0
111.0 / 129.9	0.5
130.0 / +	0.0

4- Gayrisafi Yurtiçi Hasılaya Göre Bütçe Dengesi

Ulusal döviz kurunda belirli bir yıl için tahmini genel hükümet bütçe dengesi yine o yılın ulusal döviz kurunda, tahmini GSYH'nın yüzdesi olarak ifade edilir. Bu yüzdenin risk puanları şöyledir⁹⁷;

⁹⁷ Aynı,s.3

<u>%</u>	<u>Puan</u>
4.0 / +	10.0
3.0 / 3.9	9.5
2.0 / 2.9	9.0
1.0 / 1.9	8.5
0.0 / 0.9	8.0
-0.1 / -0.9	7.5
-1.0 / -1.9	7.0
-2.0 / -2.9	6.5
-3.0 / -3.9	6.0
-4.0 / -4.9	5.5
-5.0 / -5.9	5.0
-6.0 / -6.9	4.5
-7.0 / -7.9	4.0
-8.0 / -8.9	3.5
-9.0 / -9.9	3.0
-10.0 / -11.9	2.5
-12.0 / -14.9	2.0
-15.0 / -19.9	1.5
-20.0 / -24.9	1.0
-25.0 / -29.9	0.5
-30.0 / +	0.0

5- GSYH'a Göre Cari Hesap

Belirli bir yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilmek suretiyle, yine o yıl için ödemeler dengesinin cari hesabının tahmini dengesi ilgili ülkenin tahmini GSYH'nın yüzdesi olarak ifade edilir. Bu yüzdeye karşı gelen puanlar⁹⁸;

⁹⁸ Aynı.s.4

<u>%</u>	<u>Puan</u>
10.0 / +	15.0
8.0 / 9.9	14.5
6.0 / 7.9	14.0
4.0 / 5.9	13.5
2.0 / 3.9	13.0
1.0 / 1.9	12.5
0.0 / 0.9	12.0
-0.1 / -0.9	11.5
-1.0 / -1.9	11.0
-2.0 / -3.9	10.5
-4.0 / -5.9	10.0
-6.0 / -7.9	9.5
-8.0 / -9.9	9.0
-10.0 / -11.9	8.5
-12.0 / -13.9	8.0
-14.0 / -15.9	7.5
-16.0 / -16.9	7.0
-17.0 / -17.9	6.5
-18.0 / -18.9	6.0
-19.0 / -19.9	5.5
-20.0 / -20.9	5.0
-21.0 / -21.9	4.5
-22.0 / -22.9	4.0
-23.0 / -23.9	3.5
-24.0 / -24.9	3.0
-25.0 / -26.9	2.5
-27.0 / -29.9	2.0
-30.0 / -32.4	1.5
-32.5 / -34.9	1.0
-35.0 / -39.9	0.5
-40.0 / +	0.0

3.5.2.1 Ekonomik Riskin Değerlendirilmesi

Genel olarak bakıldığında, bir ekonomik risk puanı % 0.0 - % 24.9 arasında ise çok yüksek risk ; % 25.0 – 29.9 arasında ise yüksek risk ; % 30 - % 34.9 arasında ise düşük risk ; ve % 40 ve üzerinde ise çok düşük risk grubundadır. Bununla birlikte, ekonomik riskteki düşük bir not, politik ya da finansal riskin yüksek olması ile telafi edilebilir.

3.5.3 ICRG Finansal Risk Değerlendirmesi

Bu kapsamda ICRG, beş değişkeni incelemektedir ⁹⁹;

1 – GSYH Göre Dış Borç

Belirli bir yıl için, ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen tahmini toplam dış borç, yine aynı yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen GSYH'nin bir yüzdesi olarak ifade edilir. Bu yüzdenin risk puanları şöyledir ;

<u>%</u>	<u>Puan</u>
0.0 / 4.9	10.0
5.0 / 9.9	9.5
10.0 / 14.9	9.0
15.0 / 19.9	8.5
20.0 / 24.9	8.0
25.0 / 29.9	7.5
30.0 / 34.9	7.0
35.0 / 39.9	6.5
40.0 / 44.9	6.0
45.0 / 49.9	5.5
50.0 / 59.9	5.0

⁹⁹ Aynı,s.5

60.0 / 69.9	4.5
70.0 / 79.9	4.0
80.0 / 89.9	3.5
90.0 / 99.9	3.0
100.0 / 109.9	2.5
110.0 / 119.9	2.0
120.0 / 129.9	1.5
130.0 / 149.9	1.0
150.0 / 199.9	0.5
200.0 / +	0.0

2 – Mal ve Hizmet İhracatına Göre Dış Borç

Belirli bir yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen tahmini dış borç servisi yine aynı yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen tahmini mal ve hizmet ihtiyacının toplamının yüzdesi olarak ifade edilir. Bu yüzdenin risk puanı karşılıkları şöyledir ;

<u>%</u>	<u>Puan</u>
0.0 / 4.9	10.0
5.0 / 8.9	9.5
9.0 / 12.9	9.0
13.0 / 16.9	8.5
17.0 / 20.9	8.0
21.0 / 24.9	7.5
25.0 / 28.9	7.0
29.0 / 32.9	6.5
33.0 / 36.9	6.0
37.0 / 40.9	5.5
41.0 / 44.9	5.0
45.0 / 48.9	4.5

49.0 / 52.9	4.0
53.0 / 56.9	3.5
57.0 / 60.9	3.0
61.0 / 65.9	2.5
66.0 / 70.9	2.0
71.0 / 75.9	1.5
76.0 / 79.9	1.0
80.0 / 84.9	0.5
85.0 / +	0.0

3 – Mal ve Hizmet İhracına Göre Cari Hesap

Belirli bir yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen ödemeler dengesinin cari hesap dengesi, yine aynı yıl için ortalama ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen tahmini mal ve hizmet ihracının toplamının yüzdesi olarak ifade edilir. Buna karşılık gelen risk puanları ;

<u>%</u>	<u>Puan</u>
25.0 / +	15.0
20.0 / 24.9	14.5
15.0 / 19.9	14.0
10.0 / 14.9	13.5
5.0 / 9.9	13.0
00.0 / 4.9	12.5
-01.0 / -4.9	12.0
-5.0 / -9.9	11.5
-10.0 / -14.9	11.0
-15.0 / -19.9	10.5
-20.0 / -24.9	10.0
-25.0 / -29.9	9.5
-30.0 / -34.9	9.0

-35.0 / -39.9	8.5
-40.0 / -44.9	8.0
-45.0 / -49.9	7.5
-50.0 / -54.9	7.0
-55.0 / -59.9	6.5
-60.0 / -69.9	6.0
-70.0 / -74.9	5.5
-75.0 / -79.9	5.0
-80.0 / -84.9	4.5
-85.0 / -89.9	4.0
-90.0 / -94.9	3.5
-95.0 / -99.9	3.0
-100.0 / -104.9	2.5
-105.0 / -109.9	2.0
-110.0 / -114.9	1.5
-115.0 / -119.9	1.0
- / -120.0	0.0

4 – Aylık İthalat Karşılığına Göre Net Uluslararası Likidite

IMF kredilerinin kullanımı ve para otoritelerinin yükümlülükleri hariç olmak üzere, belirli bir yıl için ortalama döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen toplam tahmini resmi rezervler (serbest piyasadaki döviz kurundan Amerikan Dolarına çevrilerek ifade edilen resmi altın varlığı da dahil), aylık olarak yapılan ortalama ticari mal ithalat maliyetine bölünmektedir.

Bu oran, mevcut rezervlerle kaç aylık ithalatın yapılabileceğini gösteren karşılaştırmalı bir likitide risk oranını verir. Bu oranın karşılığındaki puan ise ;

<u>%</u>	<u>Puan</u>
15.0 / +	5.0
12.0 / 4.9	4.5
9.0 / 11.9	4.0
6.0 / 8.9	3.5
5.0 / 5.9	3.0
4.0 / 4.9	2.5
3.0 / 3.9	2.0
2.0 / 2.9	1.5
1.0 / 1.9	1.0
0.6 / 0.9	0.5
0.0 / 0.59	0.0

5- Döviz Kuru Dengesi

Son oniki aylık periyod boyunca, ulusal paranın ABD Doları karşısında düşmesinin ya da yükselmesinin yüzde olarak ifade edilmesidir.

<u>Kıymet Artışı</u>	<u>Kıymet Azalışı</u>	<u>Puan</u>
0.0 / 0.9	-1.0 / -4.9	10.0
10.0 / 14.9	-5.0 / -7.4	9.5
14.5 / 19.9	-7.5 / -9.9	9.0
20.0 / 22.4	-10.0 / -12.4	8.5
22.5 / 24.9	-12.5 / -14.9	8.0
24.9 / 27.4	-15.0 / -17.4	7.5
27.5 / 29.9	-17.5 / -19.9	7.0
30.0 / 34.9	-20.0 / -22.4	6.5
35.0 / 39.9	-22.5 / -24.9	6.0
40.0 / 49.9	-25.0 / -29.9	5.5
50 / +	-30.0 / -34.9	5.0
	-35.0 / -39.9	4.5

-40.0 / -44.9	4.0
-45.0 / -49.9	3.5
-50.0 / -54.9	3.0
-55.0 / -59.9	2.5
-60.0 / -69.9	2.0
-70.0 / -79.9	1.5
-80.0 / -89.9	1.0
-90.0 / -99.9	0.5
-100.0 / +	0.0

ICRG'nin Bileşik Risk Değerlendirmesi

ICRG'nin açıkladığı risk ratingi politik, finansal ve ekonomik risklerin birleştirilmesiyle oluşmaktadır. Politik risk, bileşik risk ratingine %50 ; finansal ve ekonomik risk ise %25'er ağırlıkta katılmaktadır.

Toplam politik, finansal ve ekonomik risk için şu formül kullanılmaktadır;

$$\text{CPFER (ülke X)} = 0.5 (\text{PR} + \text{FR} + \text{ER})$$

CPFER = Bileşik politik, finansal ve ekonomik risk puanı

PR = Toplam Politik Risk Endikatörü

FR = Toplam Finansal Risk Endikatörü

ER = Toplam Ekonomik Risk Endikatörü

ICRG'nin sonuç olarak açıkladığı risk puanlarının anlamları şöyledir;¹⁰⁰

¹⁰⁰ Aynı,s.5

	<u>Puan</u>
Çok Yüksek Risk	00.0 – 49.5
Yüksek Risk	50.0 – 59.5
İlımlı Risk	60.0 – 69.5
Düşük Risk	70.0 – 79.5
Çok Düşük Risk	80.0 – 100.0

4 - KREDİ NOTUNUN BULUNMAYIŞI

Bir ülkenin kredi notu, herhangi bir derecelendirme kuruluşu tarafından belirtilmemişse bunun birkaç nedeni olabilir¹⁰¹;

- Ülke, kredi notunun hesaplanması için herhangi bir rating şirketine başvurmamıştır
- Ülkenin başvurusu kredi derecelendirme şirketine ulaşmamıştır ,
- Ülkenin başvurusu, kredi derecelendirme kuruluşu tarafından kabul edilmemiştir,
- Borç taraflarının herhangi birinin, bir güvenlik grubuna ait olması ya da politik bir konu olarak, borç taraflarının herhangi birinin kredi notunun açıklanmaması durumu
- Borçlu ya da borcun analiz edilebilmesi için çok gerekli olan önemli derecede veri eksikliği
- Herhangi bir kredi derecelendirme kuruluşundan özel olarak derecelendirme talep edilmiş olması

¹⁰¹ www.moody's.com/creditratings/article08.pdf(12.05.2003)

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE RİSKİ VE TÜRKİYE

1. TÜRKİYE'DE KREDİ DERECELENDİRME KURULUŞLARI ve FAALİYETLERİ

Türkiye’de faaliyet gösterecek olan kredi derecelendirme kuruluşları ve bu kuruluşların çalışma esasları Sermaye Piyasası Kurulu’nun Seri VIII, No: 40 sayılı “ Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği”nde 04.12.2003 tarih ve 25306 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Yayımlanan bu tebliğ uyarınca, Türkiye’deki derecelendirme faaliyetleri, kredi derecelendirmesini ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini kapsamaktadır. Bunların gerekçesi ise Sermaye Piyasası Kurulunca şöyle açıklanmaktadır¹⁰²;

Son dönemde Amerika Birleşik Devletleri’nde bazı büyük halka açık şirketlerden başlayarak yayılan ve daha sonra Avrupa’da da ortaya çıkan muhasebe kayıtlarında usulsüzlüklerden kaynaklanan ve şirketlerin iflaslarıyla sonuçlanarak, yatırımcıları büyük zarara uğratan olaylar sebebiyle, tüm dünya da kamuyu aydınlatma sisteminin yeterliliği ve bu şirketlerin risk durumları ve geri ödeyebilirliklerine ilişkin olarak “ kredi derecelendirmesi ” faaliyetinin etkinliği sorgulanır hale gelmiştir. Diğer taraftan yukarıda anılan usulsüzlükler neticesinde kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketin finansal durumu kadar yönetimin kalitesi, yönetimin süreçleri, iç kontrol mekanizmaları, finansal olmayan verileri de içeren kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de gözetir hale gelmişlerdir. Şirketlerdeki kurumsal yönetim anlayışının ön plana çıkması, kurumsal yönetim ilkelerine şirketlerce ne derecede uyulduğu konusunu gündeme getirmiştir. Bu suretle, yabancı yatırımcılara şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun objektif bir şekilde değerlendirilmesi olanağı sunulması “ kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi ” ile mümkün hale gelmiştir.

¹⁰² Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği , Resmi Gazete.25306,4 Aralık 2003

Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği'ne göre, derecelendirme yapılması ihtiyari olup, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir. Tebliğ taslağında ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilecekleri hususu düzenlenmiş olup ; söz konusu derecelendirme sonuçlarının derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun onayına bağlanmıştır.

Derecelendirme kuruluşlarının, derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının mali durumunu ve faaliyetlerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının riskini periyodik olarak takip etmeleri ve gerektiğinde derece değişikliği yapmaları zorunludur. Derecelendirme kuruluşlarının yeni bir derecelendirme yapmaları halinde, yeni derece ile birlikte bir önceki dereceyi ve derecenin değiştirilme gerekçesini kamuya açıklamaları zorunludur. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadırlar.

Tebliğ ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu ana bölümleri itibarı ile ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilmesi zorunlu tutulmuştur.

Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye'de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının esas sözleşmesinin münhasıran derecelendirme faaliyetinde bulunulmasına ilişkin hüküm içermesi, ödenmiş sermayelerinin en az 200 milyar TL. olması ve her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak yeterli organizasyon, mekan, teknik donanım, belge ve kayıt düzenine sahip olması gerekmektedir.

Ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının iş elde etmek için dolaylı ve dolaysız olarak reklam sayılabilecek faaliyetlerde bulunması yasaktır. Ancak kendilerini tanıtıcı broşürler hazırlayıp dağıtabilirler.

Derecelendirme uzmanlarının, işletme, finans, hukuk, iktisat, maliye, muhasebe, işletme mühendisliği, bankacılık ve dengi dallarda en az 4 yıllık lisans düzeyinde veya diğer dallarda lisans düzeyinde eğitim yapmış olmakla birlikte yukarıda belirtilen alanlarda lisansüstü eğitim yapmış olması, derecelendirme alanında en az bir yıllık deneyimlerinin bulunması ve Kurul'un lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine “ Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı ” verilmiş olması, derecelendirme raporlarını imzalamaya yetkili yöneticilerin ise, şirket sermayesinde asgari %10 oranında pay sahibi olmaları, derecelendirme alanında en az üç yıllık deneyimlerinin bulunması ve derecelendirme uzmanı sayılmak için belirtilen diğer şartların tamamını taşımaları gerekmektedir. Diğer taraftan Tebliğ'de derecelendirme kuruluşlarının yıllık mali tablolarının, Kurul'un bağımsız denetime ilişkin düzenlemelerinde belirtilen esaslar dahilinde, sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili kuruluşlar listesinde bulunan bağımsız denetim kuruluşlarının biri tarafından denetlenmesi gerektiği hükme bağlanmıştır. Aşağıdaki Tablo 7'de Türkiye'de faaliyet gösteren ve faaliyette bulunması kabul edilmiş olan kredi derecelendirme kuruluşları gösterilmektedir.¹⁰³

¹⁰³ Sermaye Piyasası Kurulu, **Kredi Derecelendirme Faaliyeti**, [2001], s. 1

Tablo 7 . Türkiye’deki Rating Kuruluşları

	Türkiye’de Bulunan ve SPK Tarafından Yetkilendirilen Derecelendirme Kuruluşları	Türkiye’de Derecelendirme Faaliyetinde Bulunması Kurulca Kabul Edilen Uluslararası Derecelendirme Kuruluşları
Kredi Derecelendirmesi	Fitch Ratings Finansal Derecelendirme Hizmetleri A.Ş	Standard&Poor’s Corp. Moody’s Investor Service Inc. Fitch Ratings Ltd.
Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi		Deminor Ratings S.A.

Kaynak:SPK, Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği, Resmi Gazete, 25306,4 Aralık 2003

2. TÜRKİYE’NİN KREDİ DERECELENDİRME GEÇMİŞİ

Türkiye’nin ilk Eurobond ihracından yaklaşık bir buçuk yıl sonra 1988’in Eylül ayında, Berlin’de gerçekleştirilen IMF Dünya Bankası Guvönrörler Kurulu Toplantısı’nda, Standard and Poor’s yetkilileri, Türk yetkililer ile görüşme talebinde bulunmuş ve artık Türkiye’nin rating sürecine ulaşmış olduğunu ifade etmişlerdir.¹⁰⁴ Nihayet üç yıl süren çalışmalar sonucunda Türkiye, ilk kredi notunu 1992 yılında almıştır.

Türkiye’nin ilk rating notunu veren kredi derecelendirme kuruluşu olan Standard and Poor’s’un Türkiye’ye vermiş olduğu not kronolojisi Tablo 8’de gösterilmektedir.¹⁰⁵

¹⁰⁴ Yörük , ön.ver., s.42

¹⁰⁵ Daria Alexeeva , www.standardandpoors.com/NASApp/cs/Contentserver?pagename=sp/sp-article (24.01.2004)

Tablo 8. Standard and Poor's Kredi Derecelendirme Şirketinin Türkiye İçin Vermiş Olduğu Kronolojik Rating Notları

TARİH	KISA DÖNEM	GÖRÜNÜM	UZUN DÖNEM
18 Aralık 1989	Tatmin Edici	Tatmin Edici	Tatmin Edici
4 Mayıs 1992	BBB	İstikrarlı	-----
3 Mayıs 1993	BBB	Negatif	-----
14 Haziran 1994	BBB-	Negatif	-----
22 Mart 1994	BB	Negatif	-----
29 Nisan 1994	B+	Negatif	-----
16 Ağustos 1994	B+	İstikrarlı	-----
24 Temmuz 1995	B+	Pozitif	-----
18 Ekim 1995	B+	İstikrarlı	-----
17 Temmuz 1996	B+	Negatif	B
13 Aralık 1996	B	İstikrarlı	B
10 Ağustos 1998	B	Pozitif	B
21 Haziran 1999	B	İstikrarlı	B
10 Aralık 1999	B	Pozitif	B
25 Nisan 2000	B+	Pozitif	B
5 Aralık 2000	B+	İstikrarlı	B
21 Şubat 2001	B+	Negatif	B
23 Şubat 2001	B	Negatif	C
16 Nisan 2001	B-	Negatif	C
27 Nisan 2001	B-	İstikrarlı	C
11 Temmuz 2001	B-	Negatif	C
30 Kasım 2001	B-	İstikrarlı	C
29 Haziran 2002	B-	Pozitif	C
26 Haziran 2002	B-	İstikrarlı	C
9 Temmuz 2002	B-	Negatif	C
7 Kasım 2002	B-	İstikrarlı	C
28 Temmuz 2003	B	İstikrarlı	B
16 Ekim 2003	B+	İstikrarlı	B

Kaynak: <http://www2.standardandpoors.com/servlet/Satellite?pagename=sp%2FPage%2FSiteSearchResultsPg&1=EN&r=1&b=10&search=site&vq=turkey#RatingsDesk> (16.09.2004)

Standard and Poor's'un 1992-2003 dönemi arasında Türkiye'ye vermiş olduğu notların bir analizi yapıldığında şöyle bir sonuç ortaya çıkmaktadır; Türkiye rating geçmişi boyunca sadece iki kere en düşük yatırım derecesi olan "BBB" notunu ve sadece bir kere de "BBB-" notunu almıştır. Böylesine iyi bir başlangıç yapan Türkiye'nin not grafiğinin yukarı doğru olması beklenirdi ancak durum hiç de böyle olmadı.¹⁰⁶ Türkiye'nin yaşadığı politik istikrarsızlıklar ve ekonomik krizler son on yıla damgasını vurdu.¹⁰⁷ Türkiye'nin ilk kredi derecelendirme notunu almasından tam bir sene sonra görünümü negatife dönmüştür ve bu düşüş süreci 1994 yılına kadar devam etmiştir. 5 Nisan 1994 kararlarından sonra Standard and Poor's'un 29 Nisan'da açıkladığı notun görünüşü negatif olmuştur. Programın uygulanmaya başlaması sonucu, 16 Ağustos'ta açıklanan rating notu ile Türkiye'nin görünümünün istikrarlı olduğu ifade edilmiştir. Tablo 8'den de görüldüğü gibi 1994 – 2003 dönemi arasında Türkiye'nin kredi notları "B+,B,B-" olarak sürekli değişmiştir ve bu notların üzerine hiç çıkamamıştır.

B notu, spekülâtif ve yatırım yapılamayan ülkelere verilen bir nottur. Bu nota sahip ülkelere, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları yasal kısıtlamalar nedeniyle yatırım yapamamaktadır.¹⁰⁸

Aynı şekilde, söz konusu dönem boyunca diğer kredi derecelendirme kuruluşlarının Türkiye'ye vermiş olduğu notlar, Standard and Poor's'tan farklı değildir. Tablo 9 'da diğer rating kuruluşlarının Türkiye için vermiş oldukları notlar gösterilmektedir.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Gazi Erçel, "Kredi Derecelendirme Kurumları", Uzman Gözüyle, s.14

¹⁰⁷ Servet Yıldırım, "Demirel'den Erdoğan'a Türkiye'nin Ratingi" *Sabah Gazetesi*, (25 Aralık 2003)

¹⁰⁸ http://www.radikal.com.tr/veriler/2003/10/17/haber_92326.php (18.142.2004)

¹⁰⁹ Gonca Ündül, Derecelendirme Notları, *İstanbul Sanayi Odası Dergisi*, Yıl:32 . Sayı:373(Nisan 1997), s.24-25, Yörük, ön.ver.,s.47,Karlık,ön.ver.s.393

**Tablo 9. Türkiye'ye Kredi Notu Veren Diğer Kredi Derecelendirme Kuruluşları,
Türkiye İçin Verdikleri Notlar ve Anlamları**

TARİH	NOTU VEREN KURULUŞ	ÜLKE RİSKİ NOTU	ANLAMI
Mayıs, 1992	Moody's	Baa3	Borç Ödeme Kapasitesi Uygun
Ekim, 1993	Moody's	Baa3	Görünüm Negatife Dönüştü
Ocak, 1994	Moody's	Ba1	Kabul Edilebilir Risk Düzeyinin Altında
Ocak, 1994	JCR	BBB	Borç Ödemeleri Olumlu
Haziran, 1994	Moody's	Ba3	Yatırım Yapılmamalı, Çok Riskli
Haziran, 1994	IBCA	B	Ödeme Kapasitesi Belirsiz, Riskli
Ağustos, 1994	JCR	BB	Riskli Ülke
Aralık, 1994	IBCA	B	Görünümü İstikrarlı
Haziran, 1995	D&P	BB	Ödeme Kapasitesinde Risk Var
Eylül, 1995	IBCA	BB-	Ödeme Kapasitesi Olumsuz
Kasım, 1995	JCR	BB+	Görünümü Pozitif
Nisan, 1996	JCR	BB+	İstikrarlı
Temmuz, 1996	JCR	BB+	İzleme Programında
Temmuz, 1996	Moody's	Ba3	İzleme Programında
Kasım, 1996	JCR	BB	Çok Riskli, İzleme Programından Çıkarıldı
Aralık, 1996	Moody's	Ba3	İzleme Programında, Çok Riskli
Aralık, 1996	D&P	BB-	Görünümü Negatif, İzlemede
Aralık, 1996	IBCA	B+	Riskli Ülke
Şubat, 1997	Moody's	B	İzleme Programında, Çok Riskli
Kasım, 1997	JCR	BB	Görünümü Negatif, İzlemede
Ağustos, 1998	D&P	BB+	Riski Yüksek, Ancak Olumlu Yönde Gelişme Var
Ocak, 1999	Thomson W	BB-	Riski Yüksek, İzlemede
Şubat, 1999	D&P	BB-	Riski Yüksek, İzlemede
Nisan, 1999	JCR	BB	Riski Yüksek, Görünümü Negatif

Kaynak: Gonca Ündül, Derecelendirme Notları , İstanbul Sanayi Odası Dergisi , Yıl:32 , Sayı:373(Nisan 1997), s.24-25 , Yörük ,ön.ver.:s.47,Karlık,ön.ver.s.393

2.1 1992 – 1994 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Standard and Poor's'un Türkiye'ye " BBB " notunu vermesinin ardından ikinci büyük kredi derecelendirme kuruluşu olan Moody's de Türkiye için ilk kredi notunu vermiştir. Moody's'in Türkiye için verdiği ilk kredi notu ise Baa3'tür. Türkiye'ye bu notların verilmesinin nedeni olarak da geçmiş 10 yıllık dönemde, Türkiye'nin ekonomisini serbest piyasa sistemine dönüştürmesindeki başarısı gösterilmiştir.¹¹⁰

Standard and Poor's, 1993 yılının Mayıs ayında Türkiye'nin BBB olan notunu teyit etmiş ancak daha önce istikrarlı olarak belirttiği görünümün negatife dönüştüğünü açıklayarak bir de uyarı yapmıştır. Bu uyarı şöyledir: " Türkiye, kamu sektörünün reformunda oldukça yavaş gelişme göstermektedir ve hükümetin mali açıkları kapatmasındaki çabası yeterli değildir. Bu açıkların sonucu olarak ortaya çıkan enflasyon, sürdürülebilir bir kalkınma hızının sağlanması ve son on yılda büyük ilerleme kaydeden ekonominin daha fazla gelişmesinin önünde önemli bir engel oluşturmaktadır." Daha sonra ikinci bir uyarı da Moody's'ten gelmiştir. Moody's ekonomide sürekli bir kötüleşme olduğunu, konsolide bütçe açıklarının gayrisafi yurtiçi hasılanın %13.8'ini geçebileceğini ve enflasyonun tekrar yükselmeye başlayabileceğini söyleyerek, Türkiye'nin Baa3 olan notunu düşürülebileceğini ifade etmiştir.¹¹¹

Gerçekten de Türkiye ekonomisi, 1994 yılında çok önemli bir iç borç baskısı altında kalmıştır. Türkiye, tarihinde ilk defa dış borç ödemek için içeride daha fazla borçlanmıştır. Bir yıl içinde dış borçlar iç borca dönüşmüş, dış borç ödemesi yapılırken iç borçlar çığ gibi büyümüştür. İç faiz oranlarındaki hızlı yükseliş, bu defa yurt dışından kısa süreli sıcak paranın yani spekülâtif paranın ülkeye akmasına neden olmuştur. Türk Lirasının yabancı paralar karşısında reel olarak değer kazanması, ihracatı kısıtlarken, ithalatı kolaylaştırmıştır. Bunun sonucu olarak, 1993 yılında dış ticaret açığı 14 milyar dolara, cari işlemler açığı ise 6.3 milyar dolara yükselmiştir. Kamunun sadece iç borç ve faiz ödemeleri, 1993 yılı sonlarında Cumhuriyet tarihinde ilk defa toplam vergi

¹¹⁰ Aynı,s.51

¹¹¹ Aynı,s.52

gelirlerinin üzerine çıkmıştır. ¹¹²Ekonomide bu olumsuz gelişmeler yaşanırken, IMKB'nin endeksini arttırmak amacıyla faiz oranlarının indirildiği dönemde (bankaların ve bankacılık dışı sistemin döviz açıklarının enüst seviyede olduğu bu dönemde, bu faiz düşüşünün piyasayı aşırı derecede likiditeye boğacağını öne süren T.C. Merkez Bankası ile ters düşülerek), Moody's daha önceki uyarısı doğrultusunda Türkiye'nin notunu 13 Ocak 1994'te Baa3'ten Ba1'e düşürmüştür. Bir gün sonra da Standard and Poor's, Türkiye'nin BBB olan uzun vadeli dış borçlanma notunu BBB-¹¹³e düşürüp, görünümünü negatif tutarak ratinginin daha da düşebileceğine işaret etmiştir. Moody's ve Standard and Poors'un not düşürme gerekçeleri hemen hemen aynıdır. Her ikisi de ,Türkiye'nin döviz cinsi borçlarının yükseldiğine ve Lira'ya olan talebin döviz tevdiat hesaplarına yöneltilmesine dikkat çekmiştir.

Gerçekten de, faizlerin düşürülmesi sonrasında, IMKB'nin spekülâtif sermayeyi çekecek derinlikte olmaması nedeniyle, spekülâtif sermayenin borsa yerine döviz alımlarına yönelmesi sonucunu doğurmuştur. ¹¹³

Bu not düşüşlerinden “ bir kuruluşun notu, içinde bulunduğu ülkenin notundan daha yüksek olamaz” kuralı nedeniyle Ziraat Bankası ile Ankara ve İstanbul Büyükşehir Belediyeleri de etkilenmiştir. ¹¹⁴

2.2 1994- 1995 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

1994 ile 1995 yılı arasındaki dönemde de Türkiye'nin kredi notundaki düşüşler devam etmiştir.

Kredi notundaki düşüşlerin ardından ülkedeki finansal çalkantı hızla bir krize doğru dönüşürken, Japon kredi derecelendirme kuruluşu JCR, 28 Şubat 1994'te Türkiye'nin ihraç ettiği 75 milyar yenlik tahvillere BBB notunu vermiştir.

¹¹² Karluk, ön.ver. s.390

¹¹³ Aynı,s.290

¹¹⁴ Yörük , ön.ver.,s.45

Ekonomi zor bir dönemden geçerken, dönemin hükümeti, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'na olan borçlarını tahkim etmiştir ve Merkez Bankası kaynaklarını aşırı ölçüde kullanmaya başlamıştır. Hükümetin bu dönemde yüksek faizli kamu borçlanmasına gitmemesi bunalımı arttırmıştır. Döviz kurlarının yükselmesini önlemek için hükümetin piyasaya döviz sürme girişimleri de başarıya ulaşamamıştır. Sonuç olarak ekonomi giderek kötüleşmiştir. Bu ortamda, enflasyonu düşürmeye ve ekonomide istikrar sağlamaya yönelik olarak 5 Nisan kararları alınmıştır. 5 Nisan kararlarının gerekçesinde de belirtildiği gibi 1993 yılında, her yüz liralık vergi gelirinun 104 lirası iç borç ana para ve faiz ödemelerine gitmekteydi.¹¹⁵

5 Nisan kararları sonucunda uygulamaya konan başlıca önlemler şöyle özetlenebilir ;

- Türk Lirası % 39 oranında dış değer kaybına uğramıştır.
- TL' nin cazip hale getirilebilmesi için, hazine bonosu, tahvil ve repo gelirlerinden alınan % 5 vergi kaldırılmıştır.
- Bankaların topladıkları para üzerinden devlete vermek zorunda oldukları munzam karşılıkları sıfırlanmıştır.
- Bir defalık ek vergiler getirilerek (ekonomik denge vergisi, net aktif vergisi, ek taşıt vergisi) 70 trilyon liralık gelir hedeflenmiş ve vergi iadesi sistemi yıllığa dönüştürülmüştür.
- Döviz kurları serbest bırakılmış, kurlar on bankanın verilerine göre belirlenmeye başlamıştır.
- Mevduata sınırsız devlet güvencesi getirilmiştir.
- On yıl aradan sonra ilk defa IMF ile stand-by sözleşmesi yapılmıştır. Türkiye'nin kredi hacmi 400 milyon dolardan 713 milyon dolara yükseltilmiştir.
- Hazine, Haziran ayında, % 50 net faizli (yıllık % 406 faizli) 10 trilyon liralık üç ay vadeli bono satışa çıkarmıştır. (Bonoların iki saatte tükenmesi üzerine hazine, dört bono satışı daha yapmıştır.)
- KİT ve TEKEL ürünlerine çok büyük oranlarda zam yapılmıştır

¹¹⁵ DPT,Ekonomik Önlemler Uygulama Paketi (Ankara , 1994)

- Akaryakıtla ilişkin kesintiler % 10'dan % 25'e yükseltilmiştir.
- Hazine'nin Merkez Bankası'ndan alacağı avansa sınır getirilmiştir.¹¹⁶

Ayrıca, 8 Eylül 2004'te TBMM'nde hükümetin özelleştirme programı onaylanmıştır. Diğer yandan Türkiye ve Avrupa Birliği, Gümrük Birliğini Mart 1995 yılına ertelemişlerdir.¹¹⁷

Ocak ayında Moody's'e göre daha olumlu davranan ve daha yavaş bir not düşüşüyle yetinen S&P, Mart ayında Türkiye'nin notunu bir kez daha düşürerek BB'ye indirdi ve Türkiye'nin ihraç ettiği tahvilleri "Yatırım Yapılabilir" sınıfının dışına çıkararak, spekülasyon kategorisine soktu. Standard and Poor's bir ay sonra Türkiye'nin notunu BB'den B+'e indirdi. Gerekçe olarak da ödemeler dengesi baskısı ve dövize olan yoğun talep, döviz rezervlerinin hızla erimesi ve 5 Nisan kararlarından sonra TL'sine olan güvenin sağlanması olasılığının zayıf olduğuydu. Ayrıca, Standard and Poor's, Türkiye'nin kredi notunun daha da düşürülebileceğini ifade etmiştir. 2 Haziran gününde Moody's, Türkiye'nin Ba1 olan notunu Ba3'e indirmiştir ve Türkiye'nin içinde bulunduğu mali ve finansal krizin sona erdirilmesi için Türkiye'nin ciddi bir yapısal uyum programına ihtiyacı olduğunu belirtmiştir. Ayrıca Moody's, bu tarihte, batan bankalar ve firmaların içinde buldukları finansal güçlükler nedeniyle Türkiye'nin bir resesyon tehlikesiyle karşı karşıya bulunduğu uyarısını yapmıştır.¹¹⁸ Yine bu dönemde Standard and Poor's, Türkiye'nin kredi notunun yükseltilebilmesi için yapılması gerekenleri şu şekilde ifade etmiştir;

- Ülkedeki vergi sistemi daha etkin hale getirilmelidir.
- Sosyal sigorta ve emeklilik sistemi sağlıklı bir yapıya kavuşturulmalıdır.
- KİT'lerin özelleştirilmesine hız verilmelidir.
- İstihdam fazlası azaltılmalıdır.
- Merkez Bankası bağımsız hale getirilmelidir.

¹¹⁶ Karluk , ön.ver.,s.389

¹¹⁷ Geert Bekaert and Campbell R.Harvey's , **Chronology of Economic , Political and Financial Events in Emerging Markets**(Duke University:2004),s.3

¹¹⁸ Yörük , ön.ver.,s.47

- Enflasyonun düşürülmesi gerekmektedir.¹¹⁹

Tüm bunların ardından, Türkiye, Temmuz 1994'te IMF'nin onayladığı stand-by düzenlemesini yürürlüğe koymuştur.

Ağustos 1994'te bir Avrupa kredi derecelendirme şirketi olan IBCA, Türkiye'ye B notunu verdi. Bu not için, Türkiye, IBCA'ya herhangi bir ödeme yapmamıştır. Yani Türkiye IBCA'dan kendisini notlandırması için herhangi bir talepte bulunmamıştır. IBCA'ya göre Türkiye, bir iflas noktasında olmak yerine likidite sorunu ile karşı karşıya olan bir ülkeydi ve bunun nedeni aşırı dış borç değil kötü mali yönetimdi.

Arka arkaya not düşüşlerinden sonra, 16 Ağustos'ta Standard and Poor's tarafından yapılan bir açıklama ile Türkiye izleme kapsamından çıkarılmıştır. Bir ülkenin izleme kapsamına alınması, piyasalara, o ülkenin kredi notunda kısa vadede bir değişiklik yapılabileceği olasılığı olduğu mesajını vermektedir. Türkiye'nin izleme kapsamı dışına çıkarılması, kredi görünümünün istikrarlı hale geldiği mesajını verirken Standard and Poor's, bunun Türk Lirası'nın göreceli olarak daha istikrarlı duruma gelmesinden kaynaklandığını ifade etmiştir. Ayrıca, Standard Poor's, enflasyondaki düşüşün ve döviz rezervlerindeki artışın olumlu olduğunu belirtmiştir. Fakat bu olumlu gelişmenin sürdürülebilmesi için kamu kesiminin yeniden yapılandırılması, bu kesimde istihdamın azaltılması, vergi sisteminin etkinleştirilmesi ve devlet sübvansiyonlarının azaltılması yönünde zorlu kararların alınması gerektiği şeklinde uyarı yapmıştır.

Standard and Poor's'un olumlu açıklamasından yaklaşık dört ay sonra IBCA da Türkiye'nin B olan kredi notundaki görünümünün istikrarlı hale dönüştüğünü duyurmuştur.¹²⁰

¹¹⁹ A.Sennur YÜKSEL , **Rating Kuruluşları ve Türkiye**,([Ankara]: Ekonomik Araştırma ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü, [2000]),s.16

¹²⁰ Yörük , **ön.ver.**,s.51

2.3 1995 – 1996 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Kredi derecelendirme kuruluşlarından ardarda gelen bu olumlu açıklamalar etkisini göstermiş ve Türkiye yaklaşık 1.5 yıl aradan sonra, ilk defa uluslararası borçlanma piyasalarına dönerek yüksek maliyetle de olsa sendikasyon kredileri ve değişken faizli tahvil ihracından oluşan 500 milyon dolarlık bir borçlanma bulabilmiştir.¹²¹

Sendikasyon kredilerinin sağlanmasında, krediyi kullanan ülke ekonomisine duyulan güven önemlidir. Bu güven ölçüsünde sendikasyon kredilerinin kolaylaştırıldığı ve faizlerinin daha düşük olduğu görülmektedir.¹²²

1994 krizinin etkisinin azalması ve ekonomik ortamın kısmen düzelmesi sonucu, Türk Bankaları sendikasyon kredilerine yönelmiştir. 1995 yılı Ağustos ayına kadar Türk Bankalarının kullandıkları sendikasyon kredileri Tablo 10'da gösterilmektedir.¹²³

Tablo 10. 1994 Yılında Türk Bankalarının Kullandıkları Sendikasyon Kredileri

BANKA	MİKTAR	FAİZ (Libor +)
İş Bankası	250 milyon \$	0.9
TMO	250 milyon \$	0.75
Garanti Bankası	200 milyon \$	0.8
Emlakbank	150 milyon \$	0.9
Vakıfbank	50 milyon \$	1
Demirbank	35 milyon \$	1.50
Halkbank	100 milyon \$	0.9
Esbank	45 milyon \$	1.45
Koçbank	75 milyon \$	0.75

Kaynak: Macit İnce, Devlet Borçları ve Türkiye,2001

¹²¹ Aynı,s.53

¹²² Macit İNCE , Devlet Borçları ve Türkiye (Altıncı basım, Ankara:Gazi Kitapevi,2001),s.266

¹²³ Aynı, s.266

Borçlanma maliyetlerini düşürmek için daha iyi bir kredi notuna ihtiyaç duyan Türkiye, bedelini ödemek suretiyle üçüncü bir kredi derecelendirme kuruluşuna kendisini derecelendirmiştir. Duff&Phelps isimli bu kuruluş, Moody's, S&P, ve Fitch ile beraber Amerika'nın en büyük dört rating firmasından birisiydi. Duff&Phelps ile yapılan anlaşmada en dikkat çekici nokta, Moody's ve Standard and Poor's ile yapılan anlaşmaların ödemesinin Hazine tarafından yapılmasına rağmen, Duff and Phelps ile yapılan anlaşmanın ödemesinin Merkez Bankası tarafından yapılmış olmasıdır. Bunda, Duff&Phelps'e gitme önerisinin ve ısrarının Merkez Bankası yönetiminden gelmiş olmasının etkisi de olabilirdi.¹²⁴

Duff and Phelps, 26 Haziran 1995'te Türkiye'ye başlangıç notu olarak BB verdiğini açıklamıştır. Buna gerekçe olarak da Türk ekonomisinin krizlere karşı koymasındaki yeteneğini ve bugüne kadar uluslararası yükümlülüklerini yerine getirmedeki başarısını göstermiştir. Gerçekten de Türkiye, 1994 ekonomik krizinin tüm şiddetine rağmen herhangi bir dış yardım ve kaynak girişi olmaksızın, dış borç servisini aksatmadan yerine getirmiştir.

Duff and Phelps dopinginin ardından, Standard and Poor's, Temmuz 1995'te Türkiye'nin B+ olan notunu teyit edip kredi notunun görünümünü istikrarlıdan pozitifeye dönüştürmüştür.

27 Eylül 1995'te de IBCA, Türkiye'nin notunu B'den BB-'e yükseltmiştir. Gerekçe olarak da, Türkiye'nin ülke notunun, uygulamış olduğu istikrar programının, dış borçlarında yeniden vade yapılandırmasını engellemesi nedeniyle yükseltildiğini belirtmiştir. Ancak, yapısal önlemlerin alınması konusunda bir konsensusun oluşmadığı vurgulanmış, bunun da kredi notunun daha fazla yükselmesini engelleyebileceği görüşü ifade edilmiştir.

IBCA'nın yaptığı bu açıklamadan sonra, Türkiye'de hükümet istifa etmiş ve yeni bir politik belirsizlik başlamıştır. Böyle bir ortamda Standard and Poor's, 18 Ekim

¹²⁴ Yörük , ön.ver.,s.45-46

1995'te Türkiye'nin B+ olan kredi notunu teyit ederken, görünümünün pozitiften istikrarlıya dönüştüğünü açıklamıştır.¹²⁵

2.4 1996 -1997 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Erken seçim kararının alınmasıyla piyasalarda ortaya çıkan belirsizlik ortamı, faizlerin beklenenin üzerinde artmasına neden olmuştur.¹²⁶ 1995 yılının son beş ayından itibaren sürekli olarak artan faiz oranları 1996 yılının Ocak ayında da artış seyrini devam ettirmiştir.

1996 yılının Temmuz ayında bir rapor hazırlayan Standard and Poor's, Türkiye'nin kredi notunu değiştirmezken, Türkiye'yi izleme kapsamına almıştır. Hemen ardından Moody's de Türkiye'nin kredi notunu değiştirmeyip, izleme kapsamında olduğunu belirtmiştir. Japon JCR şirketi ise daha önce BB olarak açıkladığı Türkiye ülke riski notunu, BB+ olarak izleme programına almış ve Kasım 1996'da tekrar BB notunu vererek izleme programından çıkarmak suretiyle Türkiye'yi çok riskli ülkeler kategorisine sokmuştur.

Duff and Phelps de Türkiye'yi uzun dönem borçlanma açısından değerlendirerek BB- notunu vermiştir ve ciddi yapısal uyum projelerinin uygulanmaması durumunda Türkiye'nin kredi notunu düşürebileceğini açıklamıştır. 13 Aralık 1996'da Standard and Poor's uzun vadeli kredi notunu B+'den B'e düşürerek Türkiye'yi riski yüksek ülke kategorisine sokmuştur. Standard and Poor's'un ,Türkiye'nin notunu düşürmesine hükümet ve iş dünyasından yoğun tepkiler geldi. Genel kanı notun düşmesinin Türkiye'yi çok etkilemeyeceği yönünde olsa da, siyasilere Standard and Poor's firmasının haksızlık yaptığını ifade ederken, iş dünyası ise notun düşmesinin kendilerini çok etkilemeyeceğini ancak hükümetin gerekli yapısal tedbirleri bir an önce alması

¹²⁵ Aynı,s.49-50

¹²⁶ T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar ve Değerlendirmeler Genel Müdürlüğü, **Ekonomik Bülten**, Ocak 1996, Yıl:1.Sayı:1, s.3

gerektiğini savunuyorlardı. 20 Aralık 1996'da da IBCA, Türkiye'nin BB- olan uzun vadeli kredi notunu B+'e düşürüp Türkiye'yi yüksek riskli olarak değerlendirmiştir.¹²⁷

Tüm bu not düşüşleri için açıklanan gerekçeler hemen hemen aynı görünmektedir. Enflasyon, mali açıklar, car işlemler açığı, yapısal reform düzenlemelerinin uygulamaya konulmaması, siyasi ve ekonomik belirsizlikler gerekçeler arasında yer almaktaydı.

Kredi derecelendirme kuruluşları tarafından Türkiye'nin notunun kırılması, piyasalarda ilk etkisini doların tırmanışa geçmesiyle gösterdi. Merkez Bankası dolar devir kurunu bin lira artırdı. Teknisyenlerin genel beklentisi dövizin bir sonraki yıl kıt bulunacak bir meta haline geleceği ve bundan dolayı dövize olan talebin artacağı şeklindeydi.¹²⁸

2.5 1997 – 1998 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

1997 yılının Ocak ayında hükümetin özelleştirme programı arasında yer alan Türk Telekom'un blok satışı, Anayasa Mahkemesi tarafından iptal edildi. Dönemin hükümeti bütçe dengesini sağlamak için hedeflediği 5 milyar doların, 3.5 milyar dolarını Türk Telekom'un kısmi özelleştirmesinden sağlamayı planlıyordu.

1997 yılındaki iç borçlanma, 1996 yılındaki iç borçlanmanın üzerine çıktı. Kur artışlarının enflasyona endekslenmesi nedeniyle, enflasyonun da tırmanışını devam ettireceği bekleniyordu.¹²⁹

¹²⁷ Yüksel, ön.ver., s.17

¹²⁸ Aynı, s.17

¹²⁹ Yörük, ön.ver., s.51

1997 yılının Şubat ayında, Moody's Türkiye'nin ülke riski notunu Ba3'ten B1'e düşürmüştür. Bu not düşürme birçok yatırımcı için sürpriz bir gelişme değildi aksine beklenen bir durumdu.¹³⁰

Ağustos ayında gecelik repo faizleri %79.84'lere kadar çıkmıştır. Bu dönemde faizlerin bu derece yükselmesi para piyasalarında şiddetli bir likidite sorununa yol açmıştır.

1997 yılının Kasım ayında körfezde yaşanan krizin etkileri, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bölgede etkisini göstermeye başlamıştı. JCR, Kasım ayında Türkiye'nin BB olan notunu değiştirmeden teyit etmiştir ve bu derecelendirmenin ardından Türkiye uzun süre durağan bir döneme girmiştir.¹³¹

1997 yılının Aralık ayında ise, hükümet, 1998'in Haziran sonuna kadar kamu sektörü mallarının fiyat artışlarını donduracağını açıklamıştır. Bu piyasaların çok yüksek olan fiyat artış beklentisini kırmak için hükümetin seçtiği bir yoldu.

2.6 1998 – 1999 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Enflasyonun düşürülmesi için hükümet tarafından 1997 yılının Kasım ayında bir “şok program”¹³² kararı alınmıştı. Bu programın, 1998 yılının ortalarına kadar devam ettirilmesiyle enflasyonda düşme başlamıştı ve bunun olumlu etkisi faiz oranlarında da kendisini göstermiştir.

1998 yılının başında hem enflasyonda kalıcı bir denge sağlamak için hem de makroekonomik dengelerde istikrarı sağlamak amacıyla bütçe, borçlanma ve para programları üçer aylık dönemler itibarıyla hazırlanarak yürürlüğe konulmuştur. Yılın ilk

¹³⁰ Bekaert , ön.ver.,s.3

¹³¹ Yörük , ön.ver.,s.52

¹³² Bekaert , ön.ver.,s.4

yarısında programlarda öngörülen hedeflere ulaşılmıştır. Bu olumlu gelişmenin etkisiyle Haziran ayı sonunda IMF ile 18 ay süreli “ Yakın İzleme Anlaşması” yapılmıştır.¹³³ Bunların da etkisiyle Standard and Poor’s 10 Ağustos’ta Türkiye’nin B Durağan olan notunu B+’e yükseltmiştir.

Tüm bu gelişmeler ekonomide olumlu rüzgarlar estirenken Ağustos 1998’de Rusya’nın devaülasyon yapması ve ardından moratoryum ilan etmesi Türkiye de dahil olmak üzere uluslararası finans piyasalarını olumsuz şekilde etkilemiştir. Türkiye’nin ekonomisinin düzelmeye başladığı sırada ortaya çıkan Rusya Krizi, yabancı yatırımcıların çekilmesi dolayısıyla, dış finansman imkanlarını oldukça kısıtlamıştır. Bundan dolayı da nominal faizler hızla yükselmiş ve enflasyondaki düşme karşısında reel faizler oldukça yüksek rakamlara çıkmıştır.¹³⁴ Reel faizlerdeki bu artış Hazine’nin borç yükünü daha da arttırmıştır. Tüm bu gelişmelere ilave olarak da hükümetin erken seçim kararı almasıyla oluşan politik belirsizlik ortamı da reel faizlerin tırmanmasına neden olmuştur. Böylece 1998 yılına iyi başlayan Türkiye Ekonomisi, yılı başladığı şekilde bitirememiştir.

2.7 1999 – 2001 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Genel anlamıyla, Türkiye Ekonomisi, 1999 yılında da iyi bir tablo çizememiştir. 1999 yılının ilk üç ayında Gayri Safi Yurtiçi Hasıla %8.5 oranında gerilemiştir. 21 Haziran’da Standard and Poor’s Türkiye için B notunu vermiştir ve görünümünü de istikrarlı olarak değerlendirmiştir.¹³⁵

Ağustos 1999’da Türkiye’nin yaşadığı deprem felaketi, Türkiye’nin ekonomisine ağır bir darbe vurmuştur. Depremin ekonomiye, gerek servet kaybı,

¹³³ Yörük , ön.ver.,s.52

¹³⁴ Aynı,s.53

¹³⁵ Daria Alexeeva , www2.standardandpoors.com/NASApp/cs/Contentserver?pagename=sp/sp-article (24.01.2004)

gerekse üretim kaybı olarak verdiği zarar aşağı yukarı 2.2 katrilyon TL.dir.¹³⁶Türkiye Ekonomisi'nin 1998 yılında içine girdiği durgunluk, yaşanan bu felaket ile birleşerek devam etmiştir.

1999 yılı sonunda ise, ekonomik büyüme %-6.1 olmuştu.¹³⁷ Enflasyon ise %70 civarındaydı ve dış borçlar toplam olarak 111.215 milyon¹³⁸ dolara ulaşmıştı.1999 yılı Hazine faizleri yıllık ortalama bileşik olarak %106'a ulaşmıştı. ¹³⁹ Bu olumsuz gelişmelerin tek nedeni deprem felaketi değildi. Önceki yıllarda önemli bir hacme ulaşan Sovyet Bloku ülkeleri ile olan ticaretin, bu ülke ekonomilerindeki gerilemeye paralel olarak düşük seyrini koruması, ülkeden sermaye çıkışlarının sonucu olarak yurtiçi faizlerinin yüksek reel düzeylerde seyretmesi ve bu nedenle iç talep üzerindeki baskının devam etmesi, özel sektör yatırımlarındaki önemli azalış ve yıllardır süregelen kronik enflasyon, büyümenin gerilemesinin altında yatan sebeplerdi.¹⁴⁰

2.8 2001-2002 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Türkiye Ekonomisi, 2001 yılında tarihinin en önemli küçülmelerinden birisini yaşadı. 2001 yılında %7.5 oranındaki büyük çaplı bir daralma ve %9.5 oranındaki bir Gayrisafi Milli Hasıla küçülmesi yaşamıştır.¹⁴¹2001 yılındaki toplanmış olan tüm vergi gelirleri, yine aynı yıl için toplanmış olan faiz giderlerini karşılamamıştır ve bu oran %103 olarak gerçekleşmiştir. ¹⁴² Şubat ayında yaşanan ekonomik krizin ardından, 2001

¹³⁶ Gazi Erçel , **Konuşmalar 2000**,(Ankara: TCMB, Ocak 2001), s.47

¹³⁷ Mahfi Eğilmez , “ Kasım 2000 krizi üzerine değerlendirme”

¹³⁸ Tülay Evgin , “Dünden Bugüne Dış Borçlarımız”, Haziran 2000,s.16

¹³⁹ Aynı,s.17

¹⁴⁰ Erçel , ön.ver.,s.48

¹⁴¹ MUSIAD , **Türkiye Ekonomisi 2003**(İstanbul :Araştırma Raporları , Haziran 2003), s.12

¹⁴² Aynı,s.14

yılında 14.2 milyar dolar sermaye çıkışı olmuş, rezervler de 2.7 milyar dolara gerilemiştir.¹⁴³

Ekonomide yaşanan bu çok kötü tablo sonucunda, Türkiye ve Arjantin bile karşılaştırılmaya başlanmıştır. Moody's'in Türkiye analisti olan Kristin Lindow Temmuz ayında yaptığı açıklamada Türkiye'nin Kasım ve Şubat krizleri sonucunda büyük çapta bir ekonomik yara aldığını, bunun ardından iç borçlanma miktarının ve faizlerinin arttığını ve bu durumun Türkiye için bir risk oluşturduğunu ifade etmiştir. Ayrıca Moody's'in Türkiye için vermiş olduğu B1 notunun devam ettiğini ve görünümünün de negatif olduğunu belirtmiş, Arjantin Ekonomisi'nin Türkiye Ekonomisi'ne göre daha kırılgan olduğunu ve Türkiye'nin de uluslararası piyasalara olumsuz etkilerinin daha az olduğunu ifade etmiştir.¹⁴⁴

Türkiye'nin kredi notunu "B-" de, görünümünü ise negatifte tutan Standard and Poor's da Ağustos ayında yaptığı açıklamada, 2001 Kasım ayında 8.8 katrilyon iç borç ödemesi yapacak olan Hazine'nin sıkışabileceğine dikkat çekti ve IMF'nin Türkiye hakkındaki destekleyici açıklamalarının, Türkiye'nin mali durumu konusundaki kaygıların azalmasına neden olduğunu da bildirdi. IMF desteğinin piyasaları rahatlattığını ifade eden Standad and Poor's, bu desteğin sürdüğü sürece piyasaların belirli bir rahatlık içinde kalacağını açıklamıştır.¹⁴⁵

Diğer bir kredi derecelendirme kuruluşu olan Fitch, Ağustos ayında yaptığı değerlendirmede ise, Türkiye'nin uzun vadeli döviz cinsinden kredi notunu "B+" den "B"e, yerel para cinsinden uzun vadeli kredi notunu ise "B"den "B-"e düşürmüştür.¹⁴⁶ Fitch, yaptığı açıklamada ise, IMF ve Dünya Bankası'nın Türkiye'ye olan desteğinin artmasına rağmen yatırımcıların ve kamuoyunun kamu maliyesi ve TL'nin sürdürülebilirliğine olan güvenin henüz sağlanamamış olduğunu belirtti. Ayrıca,

¹⁴³ Aynı,s.18

¹⁴⁴ www.milliyet.com/2001/07/16/son/soneko03.html

¹⁴⁵ "Standard and Poor's.....," Milliyet (11.Ağustos 2001)

¹⁴⁶ "Fitch , Kredi Notunu.....,"Milliyet (14.Ağustos 2004)

yüksek faiz oranlarıyla borçlanmak zorunda kalan hükümetin, küresel ekonomik yavaşlamanın olumsuz etkisi, riskten kaçınmak isteyen yatırımcıların artması ve Arjantin Krizi'nin başlama riskinin daha da yükselmesi nedeniyle, iç borç tuzağına düşme riski taşıdığını kaydetmiştir.¹⁴⁷ Fitch, ayrıca Türkiye'nin döviz ve TL notlarının daha da düşebileceğini belirtmiştir.¹⁴⁸

Aralık 2001'de Moody's tarafından yapılan açıklamada ise, Türkiye'nin ekonomik reformlar konusunda istekli olmasının cesaret verici olduğu vurgulanmıştır. Ayrıca, Türkiye için bundan sonraki en önemli konunun borcun çevrilebilmesi ve reel faizlerin sürdürülebilir bir düzeye indirilmesi olduğunu vurgulamıştır. Türkiye'nin B1 olan notunu teyit etmiş ve negatif görünüme sahip olan Türkiye'yi de bu görünümünden çıkarmak için yakından izlediklerini belirtmiştir.¹⁴⁹

2.9 2002-2003 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

2002 yılının başına, Standard and Poor'sun Ocak ayında, Türkiye'nin durağan olan görünümünü pozitif olarak revize ettiklerini ve "B-" olan uzun vadeli ve "C" olan kısa vadeli notlarını ise teyit ettiklerini açıkladı. Standard and Poor's yaptığı açıklamada ise "Görünümde yapılan revizyon, Standard and Poor's'un Türkiye'de 2002-2004 yıllarına yönelik 16 milyar dolar tutarındaki üç yıllık stand-by anlaşmasıyla desteklenecek makroekonomik ve yapısal reform programının bu yıl Türkiye'nin kamu borcunun azaltılmasında ve bunun sürdürülebilir bir yola konmasında katalitik bir rol oynayacağı görüşünden destek almaktadır."¹⁵⁰ Türkiye, IMF ile yaptığı yeni düzenleme neticesinde, IMF kaynaklarını en çok kullanan ülke olacaktı. Ancak Türkiye'nin programına IMF'nin destek vermesi haberi piyasaları biraz rahatlattı. Yine Standard and Poor's'un yaptığı açıklamada hükümet ve IMF'nin Ekim ayı sonunda yeni bir düzenleme için görüşmelere başlayacaklarını açıklamalarından beri, piyasalarda, reel faiz oranlarında bir düşüş yaşandığını, TL'nin değerlendirildiğini ve

¹⁴⁷ "Standard and Poor's.....," **Milliyet** (11.Ağustos 2001)

¹⁴⁸ Aynı

¹⁴⁹ "Moody's İyimser.....," **Milliyet** (10 Aralık 2001)

¹⁵⁰ "S&P'tan Mutlu Haber.....," **Milliyet**(30.Ocak 2002)

borsanın yükseldiğini ifade etmiştir.¹⁵¹ Ayrıca S&P, programın uygulanmasından sapılmazsa kredi notunun da yükselebileceği değerlendirmesini yapmıştır.¹⁵²

Fitch ise, Ocak ayında yaptığı açıklamada Türkiye'yi izlediklerini ve Türkiye'ye ilişkin gözden geçirmesinde yapılacak olan IMF İcra Direktörleri Toplantısının önemli rol oynayacağını belirtmiştir.¹⁵³

Standard and Poor's ve Moody's Ağustos ayında yaptıkları açıklamada, Türkiye'nin notunun açıklanması için seçim sonuçlarını bekleyeceklerini belirtmişlerdir, ayrıca AB'ne uyum yasalarının Meclis'ten geçmesini olumlu bir gelişme olarak nitelendirmişlerdir.¹⁵⁴ Fitch, 3 Kasım seçimlerinden sonra istikrarlı ve reformcu bir hükümetin kurulmasının Türkiye'nin kredi değerliliğinin korunması ve yükselmesi için can alıcı önemde olduğunu ifade etmiştir.¹⁵⁵

3 Kasım seçimlerinden tek partili bir hükümetin çıkması, hükümet partisi liderinin IMF destekli ekonomik istikrar programının sürdürüleceğini açıklaması ve hükümetin hiç zaman kaybetmeden Avrupa Birliği çıkarmasına başlamasından birkaç gün sonra Standard and Poor's Türkiye'nin görünümünü negatiften durağana revize etmiştir. 7 Kasım 2002 'de borsa, işlem hacmi ve işlem miktarı olarak tüm zamanların rekorunu kırdı. Hisse senetleri ortalama %12 prim yaparken, işlem hacmi 2.4 katrilyon liraya, işlem adedi de 668 milyara çıkmıştır.¹⁵⁶

¹⁵¹ Aynı

¹⁵² Aynı

¹⁵³ "Uluslararası Kredi Derecelendirme...", **Milliyet** (24Ocak 2002)

¹⁵⁴ "Kredi Derecelendirme.....", **Milliyet** (06 Ağustos 2004)

¹⁵⁵ "Fitch Seçim Sonrası İçin...", **Milliyet**(22Ağustos 2004)

¹⁵⁶ "Görünüm Düzeldi Piyasalar Çoştı.....", **Milliyet**(08 Kasım 2002)

Moody's ise seçimden sonra Türkiye'nin kredi notunda herhangi bir revizyona gitmemiştir ancak yaptığı açıklamada, IMF ile olan ilişkilerin ve Irak konusunun notun açıklanmasında belirleyici olduğunu açıklamıştır.¹⁵⁷

Ekonomide olumlu rüzgarların estiği bu dönemde Hazine, 500 milyon dolar tutarında ve beş yıl vadeli olarak yurtdışına tahvil ihraç edileceğini açıkladı. Uluslararası derecelendirme kuruluşu Fitch, bu tahvillere "B" notunu verdi.¹⁵⁸

2.10 2003-2004 Yılları Arası Not Değişiklikleri ve Değerlendirmesi

Genel seçimler sonrasında siyasi istikrarın sağlanması ve ekonomik programın uygulanmasında gösterilen kararlılık sonucunda, 2003 yılının borç yönetiminde kayda değer olumlu sonuçlar alınmıştır. Irak savaşının yarattığı belirsizliğin kısa sürede ortadan kalkmasıyla birlikte bu olumlu sonuçlar, özellikle yılın ikinci yarısında, çok daha belirgin hale gelmiştir.¹⁵⁹

Yılın başlarında %58-60 seviyelerinde olan Hazine iç borçlanma maliyeti, yıl sonu itibarıyla %28 seviyelerine inmiş ; aynı dönemin borçlanma vadesi 9,5 aydan 16 aya çıkmıştır.¹⁶⁰

Mart ayında Standard and Poor'sun Türkiye Direktörü Ala'a Al Youssuef, Türkiye için bir not değişikliği düşünmediklerini, mevcut olan "B-" notunun Türkiye'nin tüm risklerini içerdiğini ifade etmiştir.¹⁶¹

Mart ayında ABD yönetiminin Türkiye'yi savaşa dahil etme çabaları ve savaşa girme neticesinde mali yardım verileceği sözü ülkede epey spekülasyon yaratmıştır.

¹⁵⁷ "IMF ile İlişkiler ve Irak...",**Milliyet** (16Kasım 2002)

¹⁵⁸ "Görünüm Düzeldi Piyasalar Çoştı....,"**Milliyet**(08 Kasım 2002)

¹⁵⁹ www.alomaliye.com/hazine-2003-2004-finansman.htm, (11 Haziran 2004)

¹⁶⁰ Aynı

¹⁶¹ "S&P:Bankalar Hala Kırılgan",**Milliyet**(28 Mart 2003)

Moody's, yine Mart ayında ABD yardımı olmazsa Türkiye'nin kredi notunun düşürülebileceği uyarısını yapmıştır. Bundan bir hafta sonra Moody's'in Doğu Avrupa, Orta Doğu ve Hazar Bölgesi'nden sorumlu Direktörü Liz Jackson – Moore, Türkiye için kısa vadede bir not düşüşü beklenmediğini, geçen hafta yapmış oldukları açıklamanın yanlış anlaşıldığını ifade etmiştir.¹⁶²

Fitch, Mayıs ayında Türkiye'nin uzun vadeli döviz ve TL cinsinden notlarını "B"den "B-"e düşürdüklerini açıkladı. Yapılan açıklamada, Türkiye'nin kısa vadeli notu "B" olarak teyit edilirken, bütün kredi notlarına negatif görünüm verildiği ifade edilmiştir. Fitch, not düşürülmesine gerekçe olarak da, faizlerin %70'lerin üzerinde dalgalandığını, kamu borç servisinin zorlaştığını ve artan kamu kesiminin mali açığı konusundaki endişe olarak göstermiştir.¹⁶³ Fitch, Mayıs ayında tekrar yaptığı açıklamada ise, IMF ile görüşmelerin olumlu geçmesi ve faizlerin düşmesi halinde Türkiye'nin kredi notunun görünümünün negatiften durağana çevirebileceklerini açıklamıştır.¹⁶⁴

Eylül 2003'te Fitch, Türkiye'nin finansman kabiliyetinin artması nedeniyle daha önce "B-" olan uzun vadeli döviz ve TL cinsinden kredi notunu, "B"e yükselttiğini açıkladı. Ayrıca uzun vadeli görünümün pozitif olduğu vurgulanırken, kısa vadeli not "B" olarak teyit edildi. Gerekçe olarak da ,Türk Hükümeti'nin yılın kalan kısmı ve 2004'te, kendisini finanse edebilme yeteneğine duyulan güven olduğu gösterilmiştir.¹⁶⁵

Ekim ayında Standard and Poor's Türkiye'nin kredi notunu "B"den "B+"e yükselttiğini açıkladı. Gerekçesini de hükümetin 2003 yılı hedeflerini gerçekleştirmek için sarfettiği çaba olarak gösterdi.¹⁶⁶

¹⁶² Aynı

¹⁶³ "Fitch , Notumuzu Düşürdü...",**Milliyet** (26 Mart 2003)

¹⁶⁴ "Fitch:Notunuzu Düşürebiliriz..."**Milliyet** (13 Mayıs 2003)

¹⁶⁵ "Türkiye'nin Notu Yükseldi..."**Milliyet** (26 Eylül 2003)

¹⁶⁶ "Not Artışı Sonrasında..."**Milliyet** (17 Ekim 2003)

Standard and Poor's'un yaptığı açıklamadan bir hafta sonra da Moody's, Türkiye'nin döviz cinsinden kredi notunun ve döviz cinsinden tahvillerinin görünümünün negatiften durağana yükseltildiğini açıkladı. Türkiye Ekonomisi'ndeki canlanma ile siyasi ve mali istikrarın bu not yükseltiminde etkili olduğu açıklanmıştır.¹⁶⁷

¹⁶⁷ "Moody's, Türkiye'nin Görünümünü...", **Milliyet** (22 Ekim 2003)

SONUÇ

Günümüzde ülkeler ve kurumlar, finansman ihtiyaçlarını her zaman yurtiçinden karşılayamamaktadırlar ya da çok yüksek maliyetli olarak karşılayabilmektedirler. Bu da ülke ya da kurumları yurtdışından finansman kaynakları aramaya yöneltmektedir. Yurtdışından finansman sağlamak isteyen bir ülke ya da kurumun sahip olduğu kredi notu derecesi çok önemlidir. Nitekim kredi notu, bir ülkenin ya da kurumun, mevcut ve gelecekte tahmin edilen ekonomik durumunu göstermektedir. Kredi notundaki değişmelerin, ülkelerin ve kurumların borçlanma maliyetlerinde ne kadarlık maliyet artışlarına yol açtığı tam olarak belli olmasa bile, pozitif yöndeki not değişikliklerinin yurtdışından kolay borç bulabilme ve bulunan borcun maliyeti üzerinde önemli bir etkisi olduğu kesindir.

Kredi notunun yüzde yüz olarak her zaman doğruyu yansıtmaya ihtimali azdır. Çünkü yapılan değerlendirme çalışmasında, istatistikî modeller kullanılır. Bu modellerin verilerini geçmiş rakamlar ve geleceğe yönelik tahmini rakamlar oluşturmaktadır. Dolayısıyla kredi derecelendirme modellerinde iyi tahmin yapabilmek çok önemlidir.

Türkiye'nin kredi derecelendirme geçmişi çok iyi değildir. Kredi derecelendirme geçmişi boyunca sadece bir kere yatırım yapılabilir kategorisinde not alan Türkiye, daha sonra hep spekülâtif kategoride yer almıştır. Türkiye'nin son on yıllık borçlarının ve faizlerinin sürekli olarak artmasının nedenlerinden birisi de almış olduğu ülke kredi notlarının iyi derecelerde olmaması gösterilebilir.

Kredi derecelendirme kuruluşlarının tarafsız ve objektif olmadıklarına dair çok fazla eleştiri yapılsa da, günümüzün finansal piyasalarını oldukça fazla etkiledikleri yadsınamaz bir gerçektir. Kredi derecelendirme işinin birkaç büyük ve köklü şirketin tekelindeymiş gibi algılamak, günümüzde bu kuruluşlara yöneltilen eleştirilerin gelecekte de aynen devam edeceği anlamına gelmektedir.

KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Apak , Sudi. **Uluslararası bankacılık- Finansal Sistemler**, Üçüncü Basım, İstanbul:Bilim Teknik Yayınevi, 1995)
- Bakdur , Alper , Duman , Gülyeter.**Kredi Notu Uygulaması ve Bazı Ülkelerin Kredi Notları**,Ankara: DPT Dış Ekonomik İlişkiler Genel Müdürlüğü,1999
- Bal , Harun. **Uluslararası Finansman**,İstanbul:Türkiye Bankalar Birliği ,Yayın no:222,2001
- Bekaert , Geert ve Harvey's Campell R. **Chronology of Economic , Political and Financial Events in Emerging Markets** Duke University:2004
- Berk , Niyazi. **Bankacılığın Dışa Açılması ve Dış Kredi İlişkileri**", Yapı Kredi A.Ş., Bankacılık Araştırma Dizisi No:4 , 1985
- Cangöz , Çoşkun.**Company Risk Management Under International Uncertainties** , Ankara: T.C. Hazine Müsteşarlığı Araştırma ve İnceleme Dizisi 10, 1997
- Caouette , John B., Altman , Edward I., Narayanan , Paul. **Managing Credit Risk** , USA,1998
- Çalışkan , Ö.Veyssel. **Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Risk Değerlendirme**, Ankara: Gazi Üniversitesi ,İ.İ.B.F, 2001
- D. Levi , Maurice. **International Finance** , Third Edition , NewYork:McGraw-Hill Book .Co.,1996
- Erçel , Gazi. **Konuşmalar 2000**, Ankara:TCMB ,2001
- Erçel , Gazi. **Kredi Derecelendirme Kurumları**, Uzman Gözüyle
- Fons , Jerome S. **Tracing the Origins of Investment Grade** ,NewYork:2004-09-20
- Hatipoğlu , Saruhan. **Beri Enstitüsü Direktörü**
- İnce , Macit. **Devlet Borçları ve Türkiye**.Altıncı basım , Ankara :Gazi Kitapevi,2001)
- Karluk , Rıdvan. **Uluslararası Ekonomi**,4.baskı , İstanbul:Beta Yayıncılık,1996
- Moody's Investor Service , **Global Credit Research**, May.2000
- Parasız , İlker M. , Yıldırım , Kemal.**Uluslararası Finansman**, Birinci basım,İstanbul:Ezgi Kitapevi,1994

Sevil , Güven. **Risk Derecelendirmesi ve Arçelik A.Ş.’de Bir Uygulama** , Yayınlanmamış Doktora Tezi , Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1993

Sunalı , Halil ve Uzman , Ediz. **Türkiye’deki Yasal Düzenleme**, 2002

Yörük , Nevin. **Ülke Riski ve Türkiye’nin Ülke Riski Derecelerindeki Değişmeler**, Birinci basım, Tokat: GOP Üniversitesi ,1999

Yüksel , Sennur A. **Rating Kuruluşları ve Türkiye**, Ankara : Ekonomik Araştırma ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü ,2000

GAZETELER

“Fitch Notumuzu Düşürdü...” **Milliyet Gazetesi**(26 Mart 2003)

“Veriler....” **Radikal Gazetesi**(17 Ekim 2003)

“Fitch Seçim Sonrası İçin...” **Milliyet Gazetesi**(22 Ağustos 2004)

“Fitch, Kredi Notunu...” **Milliyet Gazetesi** (14 Ağustos 2004)

“Fitch:Notunuz Düşebilir...” **Milliyet Gazetesi**(13 Mayıs 2003)

“Görünüm Düzeldi Piyasalar Çoştı...” **Milliyet Gazetesi**(08 Kasım 2002)

“IMF ile İlişkiler ve Irak...” **Milliyet Gazetesi**(16 Kasım 2002)

“Kredi Derecelendirme...” **Milliyet Gazetesi**(06 Ağustos 2004)

“Moody’s İyimser...” **Milliyet Gazetesi**(10 Aralık 2001)

“Moody’s Türkiye’nin Görünümünü...” **Milliyet Gazetesi**(22 Ekim 2003)

“Not Artışı Sonrasında...” **Milliyet Gazetesi**(17 Ekim 2003)

“Piyasalar Hala Kırılgan...” **Milliyet Gazetesi**(28 Mart 2003)

“S&P’tan Mutlu Haber...” **Milliyet Gazetesi**(30 Ocak 2002)

“Standard and Poor’s...” **Milliyet Gazetesi**(11 Ağustos 2001)

“Uluslararası Kredi Derecelendirme ...” **Milliyet Gazetesi**(24 Ocak 2004)

Seviğ , Veysi. “İç ve Dış Borç Değişimi”,**Dünya Gazetesi** (29 Temmuz 2003)

Yıldırım , Servet. “Demirel’den Erdoğan’a Türkiye’nin Ratingi” **Sabah Gazetesi** (25 Aralık 2003)

DERGİLER

Birgül , Onur. “Derecelendirme Kuruluşları ve Etkileri”. **Bankacılar Dergisi**,Yıl:8, Sayı:21
Haziran 1997

Tuğay , Fatoş. “Ülke Riski”, **Bankacılar Dergisi**, Yıl:2, Sayı:5,1991

Ündül , Gonca.”Derecelendirme Notları”,**İstanbul Sanayi Odası Dergisi**,Yıl:32 , Sayı:373
Nisan , 1997

T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı Ekonomik Araştırma ve Değerlendirme Genel Müdürlüğü. **Ekonomik Bülten**, Yıl:1.Sayı:1,Ocak 1996

YASALAR

Sermaye Piyasasında derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği , **Resmi Gazete**.25306,04Aralık 2003

İNTERNET SİTELERİ

<http://www.standardandpoors.com>

<http://www.moodys.com>

<http://www.beri.com>

<http://www.hazine.gov.tr>

<http://www.prsonline.com>

<http://www.worldbank.org>

<http://www.countrydata.com>

<http://www.bis.org>

<http://www.icgonline.com>

<http://www.baskent.edu.tr>

<http://www.mu.edu.tr>

<http://www.ihracatdunyasi.com>

<http://www.riskyonetimi.com>